

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#3
September 2019

Kein Ende absehbar

Der globale Schuldenberg wächst unaufhaltsam

Inhalt

AUSGABE #3 / 2019



IM FOKUS

Kein Ende absehbar

Der globale Schuldenberg wächst unaufhaltsam

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Im Spannungsfeld

Politische Risiken belasten
Unternehmensgewinne

Seite 8



ANLAGESTRATEGIE

Hebelwirkung

Was bedeuten steigende
Unternehmensschulden für Aktionäre?

Seite 11

Golden times –
oder nicht?
Gold als Wertanlage

EXPERTEN-INTERVIEW

Mit Gabor Vogel,
Rohstoffanalyst der DZ BANK

Seite 14

B³

DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

Seite 16



RESEARCH-SPEZIALTHEMA
Eine Frage des Vertrauens

Digitale Weltwährungen drängen ins Rampenlicht.
Was spricht für Libra Und Co.?

Seite 19



MISCHPULT
Musterportfolio

Seite 23



WUSSTEN SIE SCHON?
Auf zu neuen Ufern

Kryptowährungen sind nur der Anfang

Seite 29



WAS IST EIGENTLICH
ein niedriger Zins?

Einer freut sich immer ...

Seite 32



THINK-TANK
Prinzipientreu

Die Unabhängigkeit der EZB steht nicht auf dem Spiel

Seite 35



GLOSSE
Schöne neue Schuldenwelt

Diogenes und die unschuldigen Staatsschulden

Seite 39

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 41

Was nichts kostet ...

EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

was nichts kostet, ist auch nichts wert! Was sich im Alltagsleben als recht zuverlässige Leitlinie erweist, wird in der Finanzwelt derzeit gehörig auf die Probe gestellt. Denn schon seit einigen Jahren bewegen sich die Zinsen nahe an der Nulllinie, und in den letzten Monaten sind sie in Deutschland sogar ziemlich tief ins Minus gerutscht. Wenn nun der Zins als Preis des Geldes null ist, bedeutet das, dass das Geld nichts mehr wert ist?

Das kann so nicht ganz stimmen, denn man kann für Geld ja immer noch Dinge kaufen. Sein Wert ist also nicht verschwunden. Aber wie kann es sein, dass man es als guter Schuldner quasi „kostenlos“ bekommen kann? Diese Fragen sind auch für einen versierten Ökonomen nicht leicht zu beantworten. Negative Zinsen etwa sind in der Wirtschaftswissenschaft bis vor einigen Jahren noch für ein Ding der praktischen Unmöglichkeit gehalten worden – und existierten lediglich als rein theoretisches Konstrukt. Heute müssen wir lernen, mit dieser neuen Realität umzugehen und die Folgen abzuschätzen.

Diesen Fragen, die für das Verständnis der Entwicklungen an den Kapitalmärkten ganz fundamental sind, gehen wir in der vorliegenden dritten Friedrich-Ausgabe 2019 nach. Gewiss, das Thema ist nicht ganz neu, auch in der letzten Friedrich-Ausgabe haben wir uns bereits mit den Niedrigzinsen beschäftigt. Aber dieses Umfeld hat nun einmal erhebliche Rückwirkungen auf das Verhalten von Anlegern und Investoren und beeinflusst die Kurse an den Finanzmärkten maßgeblich.

So sind Kredite derzeit so günstig wie nie. Eine Folge davon ist, dass Staaten, aber auch Unternehmen und private Haushalte ihre Verschuldung kräftig ausweiten. Wie weit sich die Spirale immer höherer Schulden drehen kann, weiß niemand. Die Geschichte zeigt nur, dass es eine Grenze gibt, ab der die Entwicklung in Richtung Krise kippen kann.

Ein weiteres Thema, das derzeit – im wahrsten Sinne des Wortes – hoch im Kurs steht, sind Kryptowährungen, die mit Facebooks „Libra“ eine neue Dimension erreichen können. Ob „Libra“ ein Erfolg wird, hängt neben Regularien aber maßgeblich davon ab, wie zuverlässig das System ist und wie viel Vertrauen die Menschen ihm entgegenbringen. Dagegen dürfte die Blockchain-basierte Technologie dahinter weit aus mehr Branchen als die Finanzwelt aufrütteln. Zumal sie das Zeug dazu hat, althergebrachte Konventionen über den Haufen zu werfen.

Mit den vorliegenden Beiträgen möchten wir Ihnen gern eine Hilfestellung geben, um die überaus komplizierte Realität an den Märkten und in der Wirtschaft ein bisschen besser einschätzen zu können. Schließlich birgt sie auch die ein oder andere Chance. Wenn wir das mit unserem Friedrich schaffen, würde uns das sehr freuen.

Ihr Stefan Bielmeier
Chefvolkswirt



Kein Ende absehbar

Der globale Schuldenberg wächst unaufhaltsam

IM FOKUS

Dr. Michael Holstein, Economist

Die Zinsen sinken, und die Schulden steigen. Und zwar rund um den Globus. Diese beiden Trends sind keineswegs neue Phänomene, sondern in vielen Weltregionen schon seit mehreren Jahrzehnten zu beobachten. Kann das immer so weitergehen?

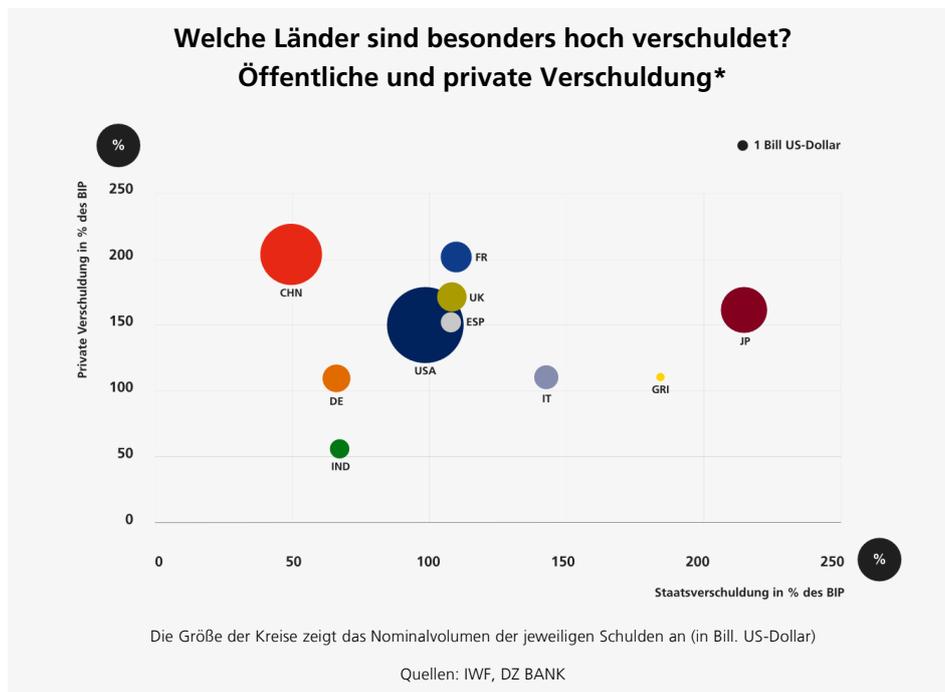
Zinsen runter, Schulden rauf – ein Allheilmittel?

Sicher, die extrem expansive Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken, mit teilweise sogar negativen Zinssätzen und groß angelegten Kaufprogrammen am Anleihemarkt, ist eine Erfindung der letzten Jahre. Vor allem die Zentralbanken in den USA und Europa trieben die Entwicklung voran. Den Vorreiter spielte allerdings die japanische Notenbank. Schon in den 1990er-Jahren experimentierte sie mit extrem niedrigen Zinsen und versuchte so, die wachstumsschwache Wirtschaft Nippons anzukurbeln – mit sehr begrenztem Erfolg. Einen Trend zu immer niedrigeren Renditen an den globalen Anleihemärkten gibt es sogar schon seit den frühen 1980er-Jahren.

Das Spiegelbild dieser abwärts gerichteten Zinsentwicklung ist der Trend zu einer immer weiter wachsenden Verschuldung. Dabei steigen die Schulden nicht nur absolut, also zum Nennwert, sondern auch relativ zur Wirtschaftsleistung. Und sie steigen nicht nur aufseiten der Staaten, sondern auch bei den Privaten.

Die globale Verschuldung hat im vergangenen Jahr mit rund 180 Billionen US-Dollar nominal ein Allzeithoch erreicht, was etwa 220% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2018 entspricht. Im Durchschnitt übersteigt die Pro-Kopf-Verschuldung der Welt heute 86.000 US-Dollar, im Vergleich zum durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen ist das mehr als das 2,5-Fache.

Kurioserweise sind die am meisten verschuldeten Volkswirtschaften der Welt auch die reicheren. Die drei größten Kreditnehmer der Welt – die Vereinigten Staaten, China und Japan – machen mehr als die Hälfte der globalen Verschuldung aus und übertreffen damit ihren Anteil an der globalen Produktion deutlich.

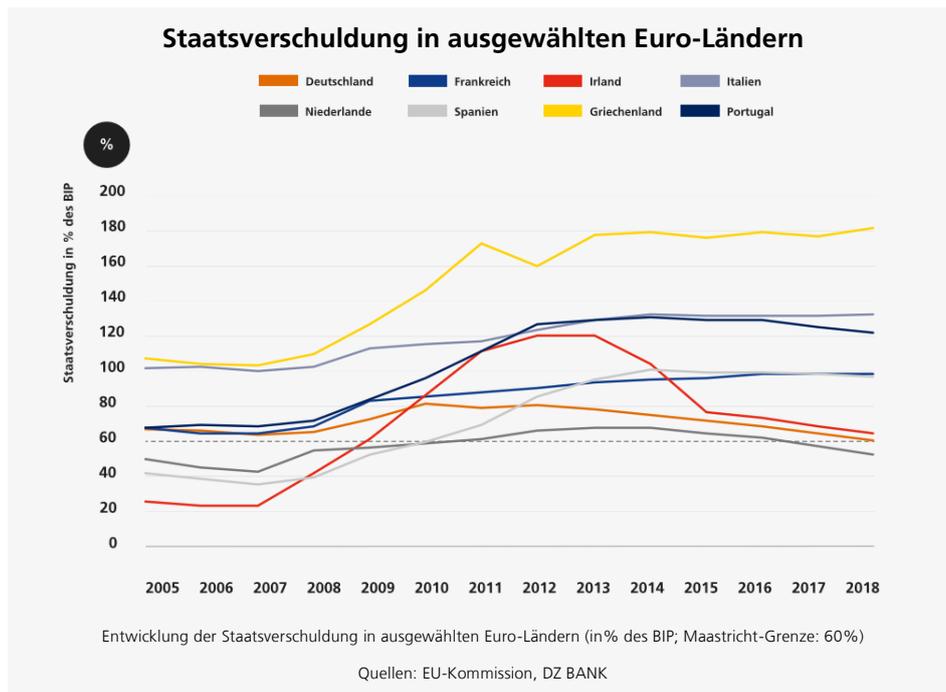


Chinas unrühmlicher Spitzenplatz

Die Verschuldung des Privatsektors hat sich seit 1950 verdreifacht. Damit sind die Kredite von privaten Haushalten und Unternehmen die treibende Kraft hinter der globalen Verschuldung. Eine wichtige Veränderung seit der globalen Finanzkrise 2008 war der Anstieg der privaten Verschuldung in den Schwellenländern – angeführt von China, das die entwickelten Volkswirtschaften überholte. Am anderen Ende des Spektrums ist die private Verschuldung in Entwicklungsländern mit niedrigem Einkommen nach wie vor sehr gering, was wohl vor allem dem Mangel an finanzieller Infrastruktur in diesen Ländern zuzuschreiben ist.

Die globale Staatsschuldung ist nach einem Höhepunkt zum Ende des Zweiten Weltkriegs zunächst gesunken, etwa bis Mitte der 1970er-Jahre. Seitdem ist der öffentliche Schuldenberg wieder angestiegen, wobei die fortgeschrittenen Volkswirtschaften an der Spitze stehen und in letzter Zeit die Schwellen- und Entwicklungsländer mit niedrigem Einkommen folgen.

Im Euroraum liegt die aggregierte Verschuldung der Mitgliedsländer im Frühjahr 2019 bei 10 Billionen Euro, das entspricht rund 86% der jährlichen Wirtschaftsleistung. An der Spitze liegen Frankreich und Italien mit Staatsschulden von jeweils 2,35 Billionen Euro. In Frankreich entspricht das 99,7% der Wirtschaftsleistung, in Italien sogar 134%. Die Apenninen-Halbinsel ist damit nach Griechenland (181,9%) das am höchsten verschuldete Staatswesen in der Europäischen Währungsunion. Der Maastricht-Grenzwert für die Staatsschuldung in Höhe von 60% wird noch von weiteren acht Mitgliedsländern übertroffen, darunter ist auch Deutschland mit 61%.



Der Anstieg der globalen Verschuldung hat viele Ursachen, das stetig sinkende Zinsniveau ist sicherlich nur eine von ihnen. Daneben gibt es einen langfristigen Trend zu steigenden Staatsausgaben, die wiederum mit immer höheren öffentlichen Schulden einhergehen. Die zunehmende internationale Verflechtung im Unternehmenssektor und der immer intensivere Welthandel fördert die Komplexität der Finanzierungsströme und die Verschuldung. Innovative Finanzinstrumente fördern bei Unternehmen wie privaten Haushalten die Neigung zu einer höheren Verschuldung wohl ebenso.

Auf die richtige Reaktion kommt es an

Angesichts des sich verlangsamen globalen Wachstums und der zunehmenden Unsicherheit werden die fiskalischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen immer schwieriger. Politik und Unternehmen sollten sich auf mögliche Abschwünge vorbereiten. Demografischer Wandel, rascher technologischer Fortschritt und die Vertiefung der internationalen Zusammenarbeit durch wirtschaftliche Integration bringen langfristige Herausforderungen mit sich. Um effektiv zu bleiben, muss sich die Finanzpolitik an diese Schlüsselrends in der Weltwirtschaft anpassen. Bei begrenztem budgetärem Spielraum erfolgt eine solche Anpassung am besten durch integrative und wachstumsfreundliche Neuzusammensetzung des Budgets.

Nichts ist für die Ewigkeit

Die Notenbanken befördern mit ihrer Niedrigzinspolitik den weiteren Anstieg der globalen Verschuldung. Nach einem langen Konjunkturaufschwung befinden sich die meisten Länder derzeit jedoch in einer Phase der wirtschaftlichen Abschwächung. Sollte dann auch noch der Zinstrend drehen, könnte das viele Großschuldner in Schwierigkeiten bringen. Schließlich gab es im Wirtschaftsleben noch nicht viele Trends, die ewig gehalten hätten.



Im Spannungsfeld

Politische Risiken belasten Unternehmensgewinne

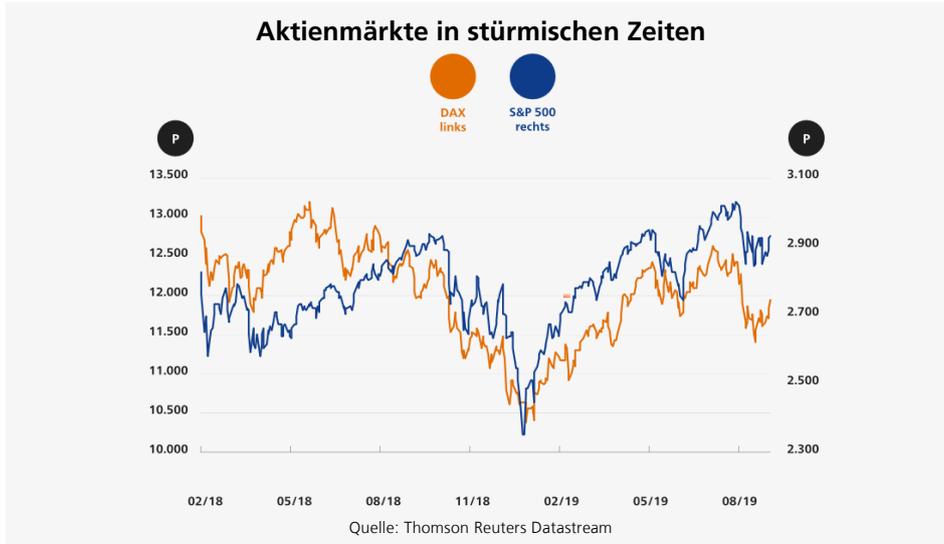
MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Während politische Unwägbarkeiten wie der verschärfte Handelskonflikt zwischen den USA und China belasteten, unterstützte die Aussicht auf eine lockerere Geldpolitik die Kurse der Dividententitel. In diesem Umfeld lag der DAX in den zurückliegenden drei Monaten zwischen 11.265 und 12.655 Punkten, wobei er zuletzt durch die Ereignisse in Italien und London Auftrieb erfahren hat.

Gefangen zwischen Handelsstreit und Geldpolitik

In den vergangenen Wochen standen die Aktienmärkte zunächst in einem Spannungsfeld: Am einen Rand greift die expansivere Geldpolitik der Notenbanken den Kursen unter die Arme; am anderen zerrt das Auf und Ab im transpazifischen Handelsstreit an den Gemütern der Marktteilnehmer. Kurzfristig sorgten überdies die politischen Wirren in Italien für Rücksetzer – Misstrauensantrag des Innenministers Salvini, Bruch der Koalition aus Lega und Fünf-Sterne-Bewegung. Auch der Amtsantritt des Brexit-Hardliners Boris Johnson als neuer Premier Großbritanniens führte vorübergehend zur Verstimmung der Marktakteure. Auf die jüngsten politischen Ereignisse in Italien und London reagierte der Aktienmarkt aber mit Erleichterung. Zum einen wurde in Rom die neue Regierung aus der Fünf-Sterne-Bewegung und der PD (Mitte links) vereidigt, und somit Neuwahlen und ein möglicher Durchmarsch von Salvinis Lega aufgehalten. Zum anderen erhielten die Aktienindizes auch durch das in Großbritannien in Kraft getretene Gesetz zur Verhinderung eines No-Deal-Brexits Auftrieb. Demnach ist die britische Regierung gezwungen, eine dreimonatige Fristverlängerung bei der EU zu beantragen, sollte bis zum 19. Oktober 2019 kein Ausstiegsvertrag ratifiziert sein. Für zusätzlichen Rückenwind an den Börsen sorgte die Bereitschaft Washingtons und Pekings, im Oktober die Handelsgespräche wieder aufzunehmen.



Unternehmensgewinne bleiben in Europa unter Druck

Die aktuelle Aufwärtsbewegung an den Börsen verdeckt, dass sich das Wachstum in der Eurozone verlangsamt hat, insbesondere die Industrie ist schwach. Gründe dafür sind der transpazifische Handelskonflikt, die Krise in der Automobilindustrie und politische Unwägbarkeiten. Diese Faktoren haben die Gewinne der Stoxx-Europe-600-Unternehmen im zweiten Quartal 2019 im Vergleich zum Vorjahr um 2,7% schrumpfen lassen. Nach einem Gewinnrückgang um 2% im Auftaktquartal befindet sich Europa somit in einer Gewinnrezession, die auch noch im dritten Quartal 2019 anhalten wird. Einhergehend mit den Zahlen zum zweiten Quartal ist somit die Erwartung für die Entwicklung im Gesamtjahr 2019 für die europäischen Indizes von den Analysten gesenkt worden. Wurde im Juni noch ein Gewinnwachstum für 2019 von 6,4% für die DAX-Unternehmen prognostiziert, ist die Erwartungshaltung zuletzt auf minus 2,9% zurückgegangen.

Auch der Blick nach vorn zeigt sich eher trübe – auf beiden Seiten des Atlantiks. Während die Gewinne in den USA dank der Großbanken und der Technologieunternehmen wachsen sollten, lassen die globalen Krisenherde und die Brexit-Unsicherheiten hierzulande weitere Senkungen der Gewinnschätzungen wahrscheinlich werden. Hinzu kommt, dass die Aktienmärkte in Europa nach dem Kurs-Gewinn-Verhältnis über dem historischen Durchschnitt handeln. Da nicht nur die Gewinndynamik bereits sehr schwach ausfällt, sondern auch die (zu) optimistischen Schätzungen für das vierte Quartal und für 2020 mit großer Unsicherheit behaftet sind, sind die Aktienmärkte nicht günstig bewertet.

Die Geldpolitik wird lockerer

Unterstützung kommt jedoch von der Notenbankpolitik, die expansiver ausgerichtet ist, was die Renditen stark nach unten gedrückt hat. So hat die EZB auf ihrer letzten Sitzung vor der Sommerpause ein großes Maßnahmenpaket für September angekündigt: Es ist wahrscheinlich, dass das Anleiheankaufprogramm wieder aufgenommen wird und der Einlagenzinssatz von zuvor minus 0,40% auf nun minus 0,50% sinkt. Die US-Notenbank wird nach unserer Einschätzung im Oktober 2019 ihren Leitzins nach dem ersten Schritt Ende Juli abermals um 25 Basispunkte reduzieren, um damit den gestiegenen Konjunkturrisiken Rechnung zu tragen. Auch zum Jahreswechsel sollten sich die US-Zinssenkungsfantasien halten.

Weiterhin volatil seitwärts

In diesem Umfeld wird es immer schwieriger, renditeträchtige Anlagen zu finden. Daher sehr verlockend sind Dividendenrenditen von 4% im Euro Stoxx und 3,6% im DAX, die einen hohen Renditeaufschlag zu Bundesanleihen bieten. Dennoch dürfte der DAX in den kommenden Monaten weiterhin volatil seitwärts handeln: Denn zum einen dürften die Handelsgespräche zwischen den USA und China schwierig verlaufen, zum anderen ist eine konjunkturelle Trendwende hierzulande derzeit nicht in Sicht. Ferner steht in Italien die neue Regierungskonstellation vor großen Herausforderungen und könnte frühzeitig scheitern. Denn sie muss sich trotz erheblicher ideologischer Differenzen auf einen Haushaltsentwurf für 2020 einigen und die schwierigen Verhandlungen mit Brüssel führen.

DZ BANK Prognosen

	Index	31.12.19	30.06.20
Europa	Euro Stoxx 50	3.400	3.450
Deutschland	DAX	11.500	12.200
USA	S&P 500	2.900	3.000



Hebelwirkung

Was bedeuten steigende Unternehmensschulden für Aktionäre?

ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Die Verschuldungsquote der Unternehmen ist über die letzten Jahre stark angestiegen. Kein Wunder, ist das Geld für Investitionen doch billig zu haben. Dagegen ist auch erst einmal nichts einzuwenden, solange keine finanziellen Probleme auftreten.

Alles andere als ein Naturgesetz

Ein Zyklus ist gemäß einer Definition der Universität Oxford definiert als „eine Gruppe von Ereignissen, die in einer bestimmten Reihenfolge hintereinander stattfinden und oft wiederholt werden“. In den Naturwissenschaften folgen Zyklen bestimmten Mustern: Zeitpunkt, Amplitude und der Schwankungspfad wiederholen sich, weisen also feste Regelmäßigkeiten auf. Nicht so Volkswirtschaften, Unternehmen, Märkte und das Verhalten der Anleger. Deren Bewegungen sind komplexer, zudem nicht vorhersehbar und vor allem greifen sie ineinander. So gibt es neben dem Konjunkturzyklus noch den Gewinnzyklus der Unternehmen, den Zyklus im Immobilienmarkt sowie die generelle Einstellung der Marktteilnehmer gegenüber Risiko und andere Aspekte. Diese liefern die fundamentalen und stimmungsgetriebenen Rahmendaten für Investitionen am Kapitalmarkt.

In Rezessionen werden sinkende Unternehmensgewinne als Grund für die Schwäche von Konjunktur und Aktienkursen festgemacht. Aber warum fallen in einer Rezession die Gewinne der börsennotierten Unternehmen überproportional stark, wenn das volkswirtschaftliche Wachstum nur vorübergehend um einige Prozentpunkte von seinem langfristigen Trend abweicht?

Die Sache mit dem Hebel

Die Antwort liegt auf der Unternehmensseite an der Höhe des Hebels. Dabei ist zu unterscheiden zwischen operativem und finanziellem Hebel. Der operative Hebel beschreibt, wie stark das Betriebsergebnis steigt, wenn die Unternehmensumsätze steigen (und umgekehrt). Unternehmen wie Autohersteller, Hotels und Fluggesellschaften mit hohen Fixkosten und einem geringen Anteil variabler Kosten haben einen hohen operativen Hebel. Die Folge: Sie melden in einer Rezession deutlich stärkere Gewinneinbrüche als „defensive“ Titel wie krisensichere Nahrungsmittelhersteller.

Hinzu kommt der finanzielle Hebeleffekt, resultierend aus der Aufnahme von Fremdkapital und festen Verpflichtungen für Zins- und Tilgungszahlungen. Die Eigentümer eines erfolgreichen Unternehmens, das finanzielle Mittel benötigt, wollen ihr Eigentum an dem Unternehmen vielleicht nicht durch die Ausgabe von zusätzlichem Eigenkapital verwässern. Stattdessen nehmen sie Kredite auf. Übersteigt die Gesamtkapitalrendite des Konzerns die Nettozinsen nach Steuern, ist ein hoher finanzieller Hebel vorteilhaft. Er ist nämlich wesentlich besser steuerbar als der operative Hebel. Vor diesem Hintergrund sahen sich insbesondere US-Unternehmen in der Vergangenheit immer wieder mit dem Vorwurf konfrontiert, die finanzielle Hebelwirkung hochzufahren: Nicht selten nutzten sie Kredite, um Dividenden an ihre Aktionäre auszuzahlen und Aktien zurückzukaufen.

Alles in allem solide finanziert

Tatsächlich ist die Verschuldung der US-Unternehmen (ohne Finanztitel) seit 2010 um zwei Drittel gestiegen, von 6 Billionen auf 10 Billionen US-Dollar. In Relation zum ebenfalls gestiegenen Bruttoinlandsprodukt ist die Verschuldungsquote auf ein Allzeithoch von 47% angewachsen. Dies erscheint weder gegenüber anderen Industrieländern noch im historischen Vergleich bedrohlich hoch. Denn bereits den letzten drei US-Rezessionen sind in den Jahren 1990, 1999 und 2007 ähnlich hohe Schuldenstände vorausgegangen. Fed-Präsident Powell bestätigte auf einer Rede Anfang Mai unsere Einschätzung, wenngleich die Fed zusammen mit anderen Aufsichtsbehörden zukünftig stärker die sogenannten „Leveraged Loans“ – besicherte Kredite spekulativer Qualität – unter die Lupe nehmen wird. Diese standen zuletzt stärker in der Diskussion.

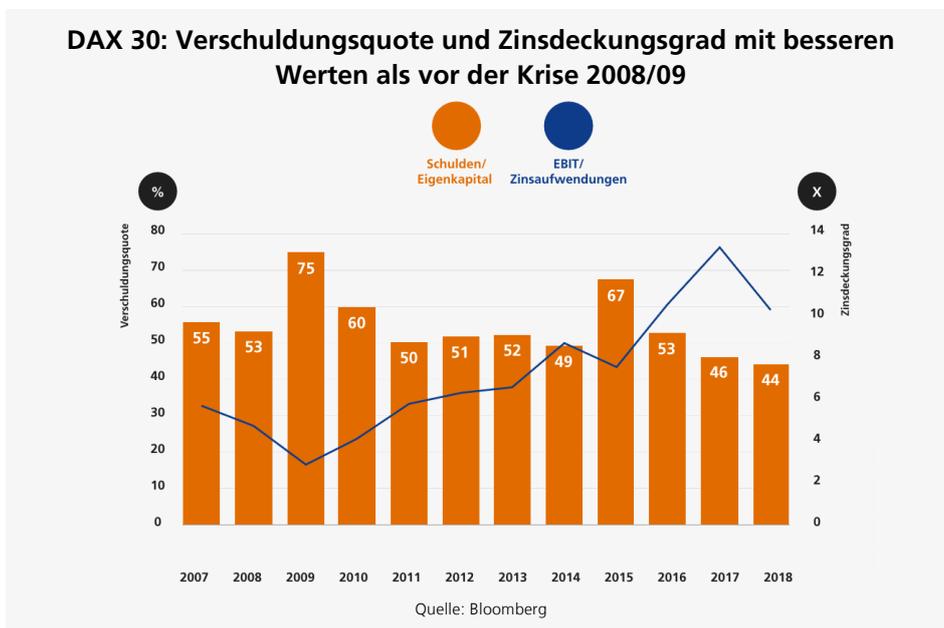


Bleiben die Zinssätze außergewöhnlich niedrig, sollte sich auch zukünftig die Belastung für die Unternehmen durch Zinszahlungen und Schuldendienst in Grenzen halten. Die heutigen Schuldenstände würden nur in Einzelfällen Anlass zur Sorge geben. Dass die Mehrheit sowohl der europäischen als auch der US-Unternehmen eine stabile Tragfähigkeit der Schulden aufweist, bestätigte vor wenigen Wochen das DZ BANK Credit-Research in einer Studie. Auch gilt, dass viele der heutigen Wachstumstreiber in den USA – darunter die großen Technologiekonzerne wie Apple oder Facebook – ihre Investitionen weitgehend selbst finanzieren können, also kein Fremdkapital benötigen. Damit haben sie ein Sicherheitspolster für den Fall einer nachteiligen Veränderung von Gewinnen oder Zinsen. Generell ist wegen der niedrigen Zinssätze auch der Trend in Richtung länger laufender Kredite zu beobachten. Dies macht die Unternehmen weniger anfällig für schlechtere Refinanzierungskonditionen.

Bei den DAX-Unternehmen bestätigen verschiedene Kennzahlen ebenfalls eine solide Finanzierungsstruktur. So überstieg 2018 der Gewinn vor Steuern und Zinsen (ohne Finanzunternehmen) die geleisteten Zinszahlungen um den Faktor zehn. Auch die Relation der finanziellen Schulden zum bilanzierten Eigenkapital ist solide und liegt mit 44% auf dem niedrigsten Niveau seit 2007.

Nicht gefeit, vorerst aber auch nicht gefährdet

Immun gegen finanzielle Probleme sind diese Unternehmen aber nicht. Ganz im Gegenteil, sie können sogar recht schnell auftreten, wenn nämlich der operative Hebel zu stark negativ wirkt. Oft reichen vermeintlich kleine Impulse aus, um eine solche Bremsbewegung einzuleiten. Dies kann in einigen Branchen bereits der Fall sein, wenn sich das Umsatzwachstum verlangsamt. In jüngerer Erinnerung geblieben sind dabei die Jahre 2014/15, als der Rohölpreis um drei Viertel abstürzte und zu Zahlungsausfällen bei US-Anleihen im Energiesektor und Unternehmensinsolvenzen führte. Ein neuer Bremsimpuls im derzeitigen Umfeld könnte sich durch die anhaltenden Belastungen im Zuge der US-Zollpolitik ergeben. Solange die Zinsen allerdings so niedrig bleiben, ist ein Überlauseffekt solch einzelner Branchenentwicklungen auf den gesamten Aktienmarkt nicht zu erwarten.



Golden times - oder nicht? Gold als Wertanlage

EXPERTEN-INTERVIEW

Interview (vom 2. September 2019) mit Gabor Vogel, Rohstoffanalyst der DZ BANK

In Anbetracht der veränderten Zinserwartung, der zunehmenden politischen Unsicherheiten und vor allem der bereits hoch bewerteten Aktienmärkte setzen Anleger verstärkt auf Gold. Entsprechend kräftig ist der Goldpreis zuletzt gestiegen, kurzfristig sogar ein wenig überhitzt. Gabor Vogel erläutert, ob und für wen Gold auf lange Sicht eine Alternative darstellt.

Friedrich: Wie beliebt ist Gold als Anlageform in Deutschland?

Gabor Vogel: Die privaten Haushalte halten in Deutschland ungefähr 8.900 Tonnen Gold. Das ist schon einmal eine beeindruckende Zahl. Vergleicht man es mit den Reserven der Bundesbank, dann liegen die deutschen Privathaushalte mit ihren physischen Goldinvestments mehr als zweieinhalbmal so hoch. Und das ist sogar mehr als die US-amerikanische Zentralbank eingelagert hat. Wenn man es noch einmal herunterbricht und vergleicht mit den weltweiten Reserven, dann halten die Deutschen in etwa 6,5%. Auch diese Zahl vermag zu beeindrucken. Das aus meiner Sicht Entscheidende ist aber, dass über 90% der Anleger sehr zufrieden sind mit ihrem Goldinvestment. Das ist insofern auch bemerkenswert, weil es in den letzten Jahren ja durchaus auch schon ein paar Preisschwankungen gab. Aber dagegen scheinen die Anleger in Deutschland immun zu sein, weil sie aus zweierlei Motiven Gold halten: einmal als Inflationsschutz und zum zweiten als Werterhalt.

Friedrich: Welche Faktoren haben den Goldpreis 2019 in die Höhe getrieben?

Gabor Vogel: Aus meiner Sicht ist Gold als eine Art Seismograph zu sehen, der genau widerspiegelt, wie hoch die Unsicherheiten im Finanzmarkt sind. Und aktuell muss man sagen, dass wir uns schon mit mehreren Unsicherheitsquellen konfrontiert sehen. Das sind insbesondere die ökonomischen Schwierigkeiten infolge des US-chinesischen Handelskonflikts. Auch die Zentralbanken haben darauf reagiert. Und insbesondere die gefallen Zinsen in den letzten Monaten waren ein wichtiger Preistreiber für Gold. Und das dürfte auch erst einmal so bleiben, weil die Zentralbanken auf die ökonomischen Schwierigkeiten mit einer entsprechend expansiveren Geldpolitik reagieren werden. Also so gesehen: Investmentnachfrage – wichtiger Preistreiber, fallende Zinsen – wichtiger Preistreiber; und das dürfte erst einmal auch so bleiben.

Friedrich: Wie bedeutend ist die Goldnachfrage der Juweliere und Notenbanken?

Gabor Vogel: Die Juweliere machen insgesamt den Löwenanteil der Goldnachfrage aus mit fast der Hälfte. Sie spielen eine wichtige Rolle, sind aber längst nicht so schwankungsintensiv wie beispielsweise die Spekulanten oder die Investoren. Ganz wichtig sind aus meiner Sicht auch die Zentralbanken, weil sie haben im letzten Jahr so viel Gold gekauft wie seit 50 Jahren nicht mehr. Und auch hier dürfte die Tendenz weiter anhalten, weil in Zeiten von Protektionismus werden auch die Zentralbanken weiterhin verstärkt zu Gold greifen und entsprechend ihre Tresore füllen.

Friedrich: Wie schätzen Sie das Anlagepotenzial bei Gold langfristig ein?

Gabor Vogel: Ich gehe davon aus, dass der Goldpreis vom aktuellen Niveau weiter steigen wird. Auf Sicht der nächsten zwölf Monate rechne ich damit, dass wir 1.600 US-Dollar je Unze dann auch schon als Ziel haben. Entscheidend für mich ist aber, dass der Anleger jetzt nicht blind darauf setzt, dass die Aufwärtsbewegung, die wir in den letzten zwei Monaten gesehen haben, einfach fortzuschreiben ist. Ganz wichtig ist an der Stelle, dass sich im Moment auch viele Spekulanten am Goldmarkt tummeln. Und ich gehe davon aus, dass der Goldpreis in den nächsten drei bis sechs Monaten erst noch einmal Luft holt, bevor er dann die Reise Richtung 1.600 US-Dollar antreten wird.

Friedrich: Gold – Spekulationsobjekt oder langfristiges Ankerinvestment?

Gabor Vogel: Gold als Spekulationsobjekt ist aus meiner Sicht mit Vorsicht zu genießen. Ich glaube, dass es eher ein langfristiges Investment sein sollte. Und hier will ich mal das Bild einer Kfz-Versicherung bemühen: Aus meiner Sicht sollte man die „Goldversicherungen“ abschließen auch nicht in der Hoffnung, dass man morgen einen Unfall hat beziehungsweise dass der Aktienmarkt crasht, sondern dass man im Falle eines Falles abgesichert ist. Und genauso ist Gold zu sehen. Wobei – eine Anmerkung muss man machen: Gold ist keine Vollkaskoversicherung, sondern nur eine Teilkaskoversicherung, weil der Wert insgesamt stabil bleibt, aber Verluste in anderen Anlageklassen nicht vollständig ausgleichen kann.

B³

Bestes aus Bielmeiers Blog

DZ BANK BLOG

**Im Internet finden Sie den Experten-Blog unter www.bielmeiersblog.dzbank.de.
Als App können Sie sich Bielmeiers Blog für alle gängigen mobilen Endgeräte herunterladen.**

1. Schlechte Nachrichten für die deutsche Industrie: Auftragseingänge fallen weiter (vom 5. September 2019)

Geopolitische Unsicherheiten und die Auswirkungen des Handelskonflikts zwischen den USA und China sorgen für eine Abkühlung des Welthandels, dem sich vor allem die exportabhängigen Industrieunternehmen in Deutschland nicht entziehen können. Immerhin erzielen sie rund 50% ihres Umsatzes im Ausland. In der Autoindustrie, dem Maschinenbau oder der chemischen Industrie sind es sogar über 60%. Die Auftragseingänge gaben dementsprechend im Juli weiter nach und blieben um 5,6% hinter dem Vorjahresmonat zurück.

In den ersten sieben Monaten dieses Jahres waren die Aufträge in allen großen Segmenten des verarbeitenden Gewerbes rückläufig. Die globale Konjunkturabkühlung sorgt somit mittlerweile nicht mehr nur für eine Schwäche bei den exportabhängigen Branchen. Da die Unternehmen dieser Branchen angesichts der geringeren Auslastung selbst weniger Aufträge vergeben, wird mittlerweile auch die Binnennachfrage belastet.

Etwas beruhigt hatte sich im zweiten Quartal zwar die Nachfrage aus dem Nicht-Euro-Ausland. So konnten die Ausfuhren aus Deutschland in die USA im ersten Halbjahr mit 4,3% weit überdurchschnittlich zulegen. Die gesamten deutschen Warenexporte wuchsen im gleichen Zeitraum „nur“ um 0,5%. Ursache hierfür dürfte neben dem soliden Wachstum der US-Wirtschaft auch ein Umschwenken der dortigen Nachfrage von chinesischen Erzeugnissen auf Güter anderer Länder sein. Dadurch können einige Unternehmen zwar einen Teil ihrer Verluste aus anderen Regionen kompensieren. Allerdings gingen die Aufträge aus dem Nicht-Euro-Ausland im Juli bereits wieder besonders deutlich zurück. Außerdem schwebt weiterhin das Damoklesschwert US-amerikanischer Strafzölle auf europäische Autos über den deutschen und europäischen Unternehmen.

Insgesamt ist es angesichts dieser Entwicklung nicht verwunderlich, dass die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe bereits seit dem Sommer 2018 kontinuierlich sinkt. Mittlerweile liegt sie bei rund 84% und damit nur noch ungefähr auf Höhe ihres langjährigen Durchschnitts. Dass die Entwicklung nicht noch deutlich negativer ausfiel, ist vor allem den noch vergleichsweise soliden Auftragsbeständen zu verdanken.

2. Mit Schnellbooten sollte man nicht mehr fahren (vom 5. September 2019)

Fast so alt wie die Börse selbst ist der Streit zwischen „Value“- und „Growth“-Anhängern, wenngleich dies per se keine konträren Anlagestile sind. Der Wert (=Value) eines Unternehmens wird durch Wachstum (=Growth) geschaffen. Value-Titel gelten als langweilige Dickschiffe mit wenig Wachstum und niedriger Bewertung, Growth-Titel als Schnellboote, die sich durch hohes Gewinnwachstum auszeichnen.

Was ist Value, was ist Growth, nach Definition der einschlägigen Indexanbieter? – Diese machen es sich einfach und schauen in der Regel nur auf das Verhältnis von Kurs- zu Buchwert (KBV) eines Unternehmens. Dieses gibt an, wie der aktuelle Marktwert eines Unternehmens zum bilanzierten Eigenkapitalwert notiert. Meist „buchen“ die Indexanbieter die nach KBV teurere Hälfte aller Aktien im Index in den „Growth“-Index und die andere Hälfte in den „Value“-Index. Aus unserer Sicht ist das eine unzureichende, fast schon irreführende Vorgehensweise. Seit dem Ende der Finanzkrise 2008/09 haben sich Value-Titel deutlich schlechter entwickelt als Wachstumswerte. Jedoch hat sich zwischenzeitlich das weltwirtschaftliche Wachstum abgeschwächt, was den Value-Bereich zusätzlich schwächt. Ehemalige Antreiber wie China und die Emerging Markets verlieren an Kraft. Auf Unternehmensseite haben viele globale Trends zunehmend die Marktsättigung erreicht, sodass es in bestehenden Industrien an Wachstumschancen mangelt. Vielfach halten Growth-Unternehmen die Aktionäre nur noch mit Aktienrückkäufen zu Lasten der eigenen Bilanz bei Laune, können sich das im Gegensatz zu vielen Value-Werten aber nicht immer leisten. Dies ist ein Trend, der im Falle eines Zinsanstiegs noch negativ überraschen kann.

Bedingt durch die schlechte Kursentwicklung sind viele Value-Titel so günstig wie selten zuvor. Gleichzeitig hat die Bewertung bei Growth-Aktien wieder Extremwerte erreicht. Dies liegt unter anderem an der Hausse bei den großen US-Technologieaktien. Aus unserer Sicht erscheint es ratsam, nicht per se auf die Rubriken Value und Growth zu schauen, sondern auf aktuelle Bewertung und Zukunftsperspektiven. Im Mittelpunkt einer Investition am Aktienmarkt sollten immer vier Fragen stehen, die positiv zu beantworten sind: Verstehe ich das Geschäftsmodell? Sind die Aussichten des Unternehmens mit Blick auf die nächsten zehn Jahre gut? Handelt das Management im Interesse des Aktionärs? Ist die Bewertung niedrig genug für einen Einstieg? So können „Value-Fallen“, d.h. strukturell schwächelnde Unternehmen, umgangen werden. Auch ist zu bedenken, dass nicht jeder der Stile gleichermaßen für einen Anleger geeignet ist. Auf Growth-Strategien zu setzen ist mental weniger anspruchsvoll, weil die Investoren meist „mit dem Strom“ schwimmen. Value-Investoren hingegen stehen oft abseits der Menge. Die erfolgreichsten Anleger der Welt kombinieren beide Ansätze, indem sie unterbewertete Aktien kaufen, die langfristig ein solides Wachstumspotenzial aufweisen. Diese sind jedoch sehr rar und nicht für jeden Investor auffindbar.

Eine Unterscheidung nach Value- und Growth-Aktien erscheint redundant. Welchen Sinn sollte Investieren haben, wenn nicht die Schaffung von Mehrwert im Portfolio? Bei allen Investitionen am Aktienmarkt geht es darum, jetzt Geld zu investieren, um später mehr zu bekommen. Es ist die gleiche Kalkulation, die Anleger durchführen sollten, egal ob man eine Bankaktie zu 30% ihres Buchwertes kauft oder eine Aktie wie Amazon mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 73. Trotzdem kann man der Frage nach „Value“- oder Growth-Aktien als Marktbeobachter natürlich nicht aus dem Weg gehen.

MSCI EUROPE VALUE VS. GROWTH: VALUE MIT DEUTLICHER UNDERPERFORMANCE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

3. Die Vermögenssteuer ist für politische Schnellschüsse nicht geeignet (vom 27. August 2019)

Die schwindende Gunst beim Wähler treibt die SPD vor sich her. Ihre neueste Idee ist die Wiedereinführung der Vermögenssteuer. Damit möchte sie offensichtlich das linke Profil schärfen. Auf den ersten Blick erscheint diese Forderung durchaus berechtigt. Deutschland ist eines der wenigen Länder innerhalb der OECD, das keine Vermögenssteuer erhebt.

Jedoch sollte man diese Steuer nicht isoliert betrachten. Die Einkommenssteuer spielt hier ebenfalls eine wichtige Rolle, da aus dem Einkommen üblicherweise Vermögen gebildet wird. Die Steuersätze für die Einkommenssteuer sind in Deutschland im Vergleich zu den anderen OECD-Ländern jedoch mit am höchsten. So liegt der Einkommenssteuersatz für eine Familie mit zwei Kindern und zwei Verdienern durchschnittlich bei 39%. Der OECD-Durchschnitt liegt hier nur bei 28% (Single-Haushalte: 49,5% gegenüber 36% in der OECD).

Wenn man also fordert, die Vermögenssteuer wieder einzuführen, sollte oder muss man auch die Einkommenssteuer senken. Damit würde es man den Familien – gerade vor dem Hintergrund negativer Zinsen – erleichtern, selbst Vermögen zu bilden oder die private Altersvorsorge aufzubauen. Bei der Einführung einer Vermögenssteuer sollte man sich auch einige Gedanken um Freibeträge und Unternehmensvermögen machen, damit der Standort Deutschland nicht an Wettbewerbsfähigkeit verliert.

Vor dem Hintergrund der Generationengerechtigkeit mag die Vermögenssteuer ein wichtiges Thema sein. Für politische Schnellschüsse ist sie jedoch aufgrund ihrer komplexen Wirkungen auf die Gesellschaft nicht geeignet.



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

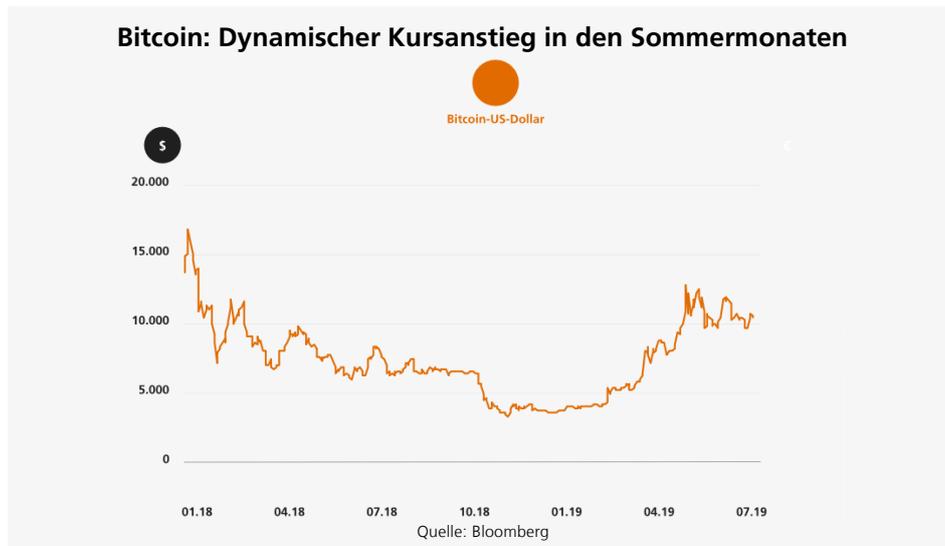
Sören Hettler, Analyst

Genauso schnell wie Bitcoin & Co. im Jahr 2017 auf der Bildfläche erschienen, waren sie auch wieder verschwunden. Mittlerweile ist die Aufmerksamkeit für Kryptowährungen zurück, diesmal aber nicht nur am Finanzmarkt. Vor allem die Aufsichtsbehörden und die Politik nehmen die Pläne für eine neue Digitalwährung namens „Libra“ ins Visier.

Vor rund zwei Jahren sorgte der Hype um das „neue, digitale, private Geld“ für enorme Kurssteigerungen bei Bitcoin, Ethereum und Ripple. Während die Prognosen – meist eher das Bauchgefühl – einiger Krypto-Anhänger immer weiter in den Himmel schossen, warnten zahlreiche Beobachter vor den Risiken solcher Engagements. Aus heutiger Sicht behielten die Kritiker damals zwar kurzfristig recht. Doch wie sieht es für die Zukunft aus?

Ausgedient?

Zentral für Bitcoin ist die Frage, wie sich das Vertrauen in das traditionelle Geld- und das Finanzsystem künftig entwickelt. Nicht von ungefähr erblickte Bitcoin in der Zeit der Weltfinanzkrise das Licht der Welt, als das Vertrauen der Bevölkerung in die Banken vielerorts ins Wanken geriet. Auch das Bitcoin-Comeback in den Sommermonaten ist sicherlich nicht zuletzt den politischen Dauerkrisen und der Perspektive anhaltend niedriger Leitzinsen geschuldet. Schließlich hat sich der Vorreiter der Kryptowährungen kein geringeres Ziel gesteckt, als die Banken und Währungen dieser Welt abzulösen.



Zumindest in der Theorie können Kryptowährungen das bestehende Geld- und Finanzsystem ersetzen und zum Teil sogar verbessern. Mit Bitcoin können finanzielle Mittel einfach, sicher, schnell und meist kostengünstig transferiert werden, auch über Ländergrenzen hinweg. Über Ethereum können sich Start-ups bereits heute potenziellen Investoren präsentieren und mithilfe von teils automatisierten Standardverträgen Kapital einsammeln.

Ja, aber !

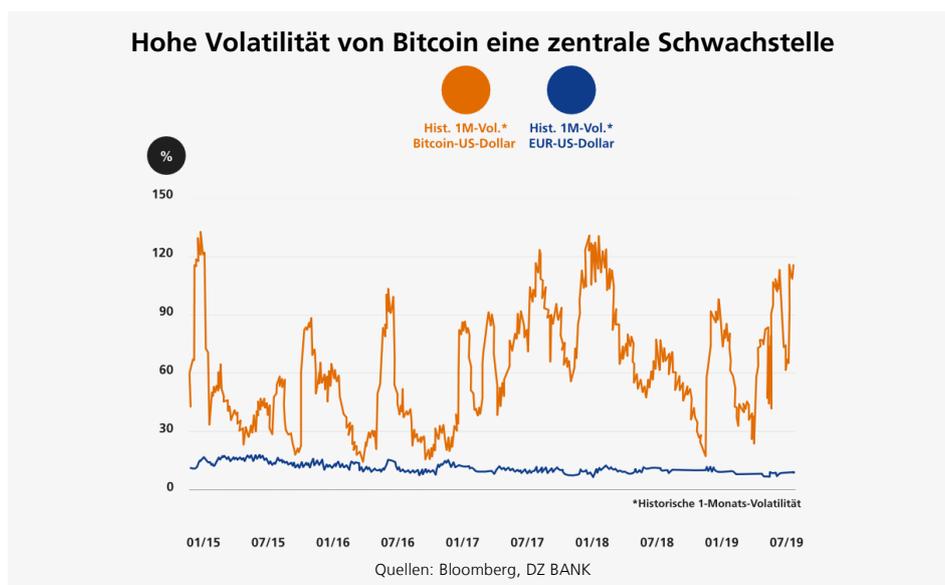
Doch eine zentrale Schwachstelle haben Bitcoin & Co.: Ihnen fehlen sowohl der intrinsische als auch der ideelle Wert. Diese sind zwar auch bei anderen Alternativ- oder Krisenwährungen, wie beispielsweise Gold, nur in dem Maße vorhanden, wie es für industrielle Prozesse eingesetzt werden kann. Dennoch hat Gold über Tausende Jahre bewiesen, dass zumindest sein ideeller Wert langfristig stabil ist. Für Kryptowährungen ist es indes unmöglich, eine Untergrenze, geschweige denn einen fairen Kurs zu ermitteln. Anders im Falle von traditionellen Währungen wie Euro oder US-Dollar. Zwar kostet ein Euro- oder Dollar-Schein in der Produktion auch nur einen Bruchteil des Wertes, den er repräsentieren soll. Allerdings gibt es einen alles entscheidenden Unterschied: Die diesen Währungen zugehörigen Staaten und Volkswirtschaften fungieren als eine Art Bürge, bei etablierten Zentralbanken gepaart mit dem Versprechen, für Preisstabilität zu sorgen.

Kryptowährungen fehlen diese Wertanker, was sie anfällig macht für enorme Kursschwankungen. In den vergangenen Jahren haben sich die Preise von Bitcoin zum Teil binnen weniger Wochen vervielfacht, nur um in der Folge wieder um mehr als 90% einzubrechen. Davon abgesehen macht dies Bitcoin schlichtweg untauglich für den alltäglichen Gebrauch. Hinzu kommen Meldungen über Diebstähle und Sicherheitslücken auf Handelsplätzen sowie der immense Energieverbrauch für das jeweilige Netzwerk. Aber auch die Tatsache, dass Transaktionen deutlich teurer werden oder sehr verzögert ausgeführt werden, wenn viele Menschen die Kryptowährung nutzen, spricht noch gegen sie. Und dabei stellt der Umfang dieser Transaktionen bislang nur einen Bruchteil dessen dar, was das traditionelle Finanzsystem tagtäglich zu bewältigen hat.

Kann es Libra richten?

Den Anlauf, ein neues blockchainbasiertes Zahlungsmittel zu etablieren und dabei die identifizierten Schwachstellen bisheriger Kryptowährungen auszumerzen, plant derzeit ein Konsortium um Facebook. Die in Genf ansässige „Libra Association“ versteht sich als gemeinnützige Organisation, die derzeit aus 28 Mitgliedern (namhafte Unternehmen) besteht. Während einige Beobachter in Libra den verzweifelten Versuch des Konzerns sehen, neue Geschäftsfelder aufzutun und einen Fuß in den Bereich Zahlungsdienstleistungen zu bringen, wollen die Initiatoren und Unterstützer nach eigenen Angaben nicht weniger als allen Menschen weltweit einen Zugang zu Finanzdienstleistungen ermöglichen. Einzige Voraussetzung sei ein Smartphone mit Internetanbindung.

Der Facebook-Konzern hat mit seinen Anwendungen heute schon insgesamt rund 2,7 Milliarden Nutzer. Allein vor diesem Hintergrund besitzt Libra zumindest theoretisch das Potenzial, selbst global bedeutenden Währungen wie dem US-Dollar Konkurrenz zu machen. Um dem Problem größerer Wertschwankungen zu begegnen, wurde Libra als sogenannter „Stable Coin“ konzipiert. Hierbei werden traditionelle Währungen und besonders sichere Vermögenswerte zur Deckung herangezogen – erfahrungsgemäß ein durchaus erfolgversprechender Ansatz. Und genau hier setzen die Libra-Initiatoren an, indem sie traditionelle Währungen und Staatsanleihen als Deckung hinterlegen.



Kein Kinderspiel

Eine Garantie für den Erfolg von Libra ist diese Eigenschaft allerdings nicht. Zum einen ist die Wertstabilität lediglich eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für Vertrauen und allgemeine Akzeptanz. Zum anderen haben Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Vertreter der Politik bereits klargestellt, dass sie ein Wörtchen mitreden wollen. In den USA wurde unter anderem gefordert, die Pläne ruhen zu lassen, solange das Vorhaben von den zuständigen Behörden und Kongressausschüssen geprüft wird. Vor allem zwei Themen stehen im Fokus: Weder darf es möglich sein, Libra zur Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung zu nutzen, noch kann von staatlicher Seite akzeptiert werden, dass hieraus Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems erwachsen.

Dass die Aufregung einiger Vertreter aus Politik und von Zentralbanken durchaus gerechtfertigt ist, führt eine einfache Beispielrechnung von Bundesbank-Vorstandsmitglied Wuermeling vor Augen: Selbst wenn von den 2,7 Milliarden Facebook-Nutzern nur 100 Millionen bei Libra mitmachen, hätte die Kryptowährung bereits mehr Kunden als der gesamte deutsche Bankenmarkt. Hinzu kommt, dass bei einem durchschnittlichen Guthaben von 1.000 Euro, ein Reservefonds mit einem Volumen von 100 Mrd. Euro entstehen würde – ein Umfang, bei dem manche Zentralbank neidisch werden dürfte. Sollte sich Libra tatsächlich als weltweite Einheitswährung etablieren, könnte rasch der größte Reservefonds der Welt entstehen. Daraus wiederum entstünde eine enorme Machtkonzentration in den Händen weniger privater Unternehmen.

Im Falle eines Erfolgs also kann Libra eine ernstzunehmende Konkurrenz für Banken und sogar Notenbanken darstellen – mit möglicherweise enormen Konsequenzen für das Weltfinanzsystem. Wie schnell der Übergang hin zu digitalen Zahlungsmethoden gehen kann, zeigt China: Dort wurde Bargeld binnen weniger Jahre zu einem wesentlichen Teil ersetzt – wenngleich mit staatlichem Wohlwollen.

Fazit: Der Weg bleibt erst einmal steinig

Vonseiten der Politik, der Zentralbanken und der Aufsichtsbehörden ist mit erheblichem Gegenwind zu rechnen – zu groß sind die möglichen Konsequenzen für das weltweite Geld- und Finanzsystem. Noch dazu bleibt fraglich, ob Libra überhaupt das Vertrauen der weltweiten Bevölkerung gewinnen kann – in Anbetracht der Datenskandale und Sicherheitslücken, mit denen Facebook von sich reden gemacht hat.

Von einer bereits stattfindenden Flucht aus den traditionellen Währungen kann keine Rede sein. Verschwindend gering ist bislang der Anteil der Kryptowährungen an den weltweiten Finanztransaktionen und Bezahlvorgängen. Auch mit Blick auf die Bedeutung für die Finanzmärkte stellt das Segment nur eine Nische dar. Wohl auch damit dies so bleibt, gibt es vonseiten der Notenbanken Bestrebungen und Projekte, eigene und damit öffentliche Digitalwährungen ins Leben zu rufen. So erwägt beispielsweise die schwedische Riksbank die Einführung der E-krona – als Reaktion auf die spürbar rückläufige Nutzung von Bargeld im Land. Eine digitale, blockchainbasierte Zentralbankwährung eröffnet die Möglichkeit, die Vorteile von privaten Kryptowährungen mit der Wertstabilität traditioneller Währungen und dem ihnen entgegengebrachten Vertrauen zu vereinen. Und genau das ist und bleibt Geld in erster Linie – Vertrauenssache.



MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & Thorsten Wenzel, Analysten

Hier stellen wir Ihnen Musterportfolios des DZ BANK Research vor. Diese sind rein virtueller Natur und können nur als allgemeine Leitfäden dienen. Sie enthalten keine persönlichen Anlageempfehlungen für den Leser.

DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

Autor: Christian Kahler, 30. August 2019

Das anlageklassenübergreifende „DZ BANK Musterportfolio“ ist ein virtuelles Musterportfolio, das sich aus den Anlageklassen Aktien, Anleihen sowie Rohstoffwerte zusammensetzt und je nach den wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen dieser Anlageklassen angepasst wird.

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

Im ersten Schritt werden sämtliche Ergebnisse der verschiedenen Researchabteilungen zusammengeführt. Aus den daraus resultierenden Erkenntnissen zur volkswirtschaftlichen Entwicklung sowie zu den Renten-, Aktien- und Rohstoffmärkten wird dann eine anlageklassenübergreifende Einschätzung erarbeitet. Im zweiten Schritt entwickeln unsere Anlagestrategen auf Basis dieser aggregierten Ergebnisse eine strategische Asset-Allocation, also die Aufteilung eines Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen, vorzugsweise Aktien und Anleihen – immer unter der Berücksichtigung politischer und volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen.

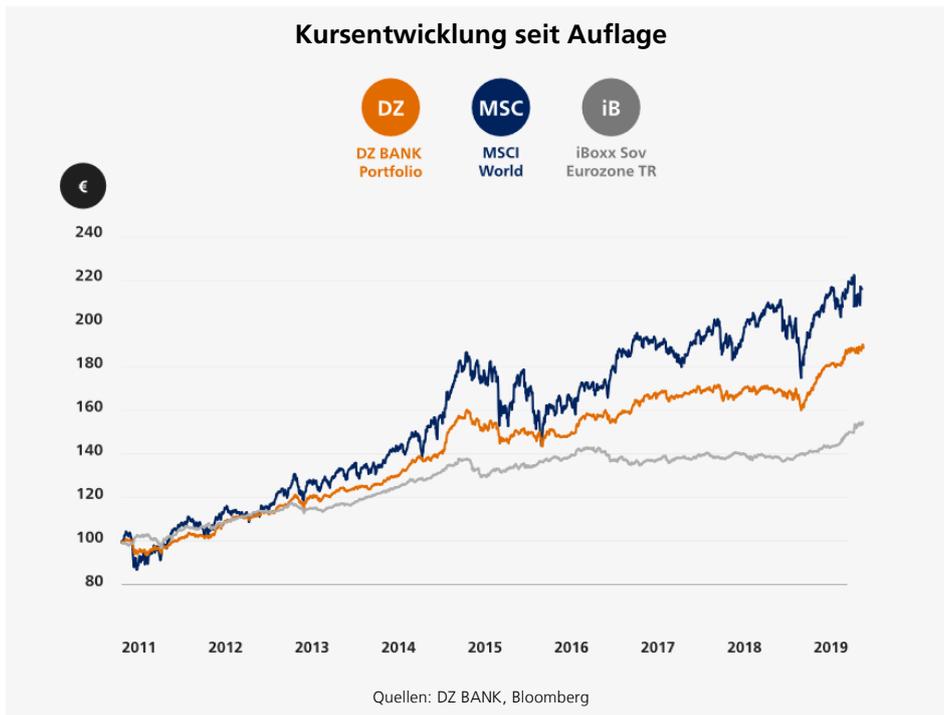
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten Fall das investierte Kapital erhalten bleibt. In Phasen gut laufender Aktienmärkte erscheint dieses Performanceziel erreichbar. Sollten sich die Aktienmärkte schwächer entwickeln, bleibt es unser Ziel, einen positiven virtuellen Portfolioertrag über den gesamten Konjunkturzyklus und alle Anlageklassen hinweg zu erreichen. Einzelne Jahre mit negativer Performance sind jedoch nicht auszuschließen.

Seit der Veröffentlichung der letzten Friedrich-Ausgabe Mitte Juni haben wir keine Änderungen in unserem virtuellen Musterportfolio vorgenommen. Damit ist die Strategie des „aktiven Wartens“ aufgegangen: Mit rund 16% haben wir Ende August bereits mehr als das Dreifache des geplanten Jahresertrags (4% bis 5%) erzielt. In Anbetracht der unruhigen politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen drängen sich derzeit keine Neuinvestments auf. Somit bleibt es vorerst bei der Zusammensetzung des DZ BANK Musterportfolios mit einem Anteil an Anleihen von knapp 68% (aufgeteilt in rund 33% Euro Staatsanleihen mit fünf- bis siebenjähriger Laufzeit, knapp 20% Emerging-Markets-Staatsanleihen und 15% US-Staatsanleihen), knapp 19% an Aktien aus dem DJ Global Titans 50 sowie 13,5% Liquidität.

Hintergrund für diese Strategie sind Sorgen um die Robustheit der Weltkonjunktur. Während die US-Wirtschaft ein solides Wachstum zeigte, hat sich die europäische Wirtschaft abgebremst, und die Konjunktur in Deutschland ist sogar vom Wachstumskurs abgekommen. Ausschlaggebend waren die internationalen Belastungen, die vor allem der Industrie zu schaffen machen. Alles in allem wirken an den Finanzmärkten zwei Kräfte: Einer zunehmenden Rezessionsangst unter den Marktteilnehmern steht die Hoffnung auf eine noch expansivere Geldpolitik gegenüber. Je nachdem, welche der beiden Kräfte überwiegt, wird das auf einzelne Anleihesektoren unterschiedlich positive oder negative Auswirkungen haben.

Die Geschehnisse am Aktienmarkt werden bis Mitte Oktober im Wesentlichen bestimmt sein von den Nachrichten zur Konjunktur und Politik. Insgesamt bleiben Aktien beliebt, weil sie höhere Gewinn- (und damit Dividendenrenditen) abwarfen als andere Anlageklassen. Zuletzt überstieg die Dividendenrendite der US-Standardaktien sogar die Renditen der US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren. Allerdings nimmt das Gewinnmomentum bei den Unternehmen ab.

Auf der Anleihe Seite werden sich die Unsicherheiten zwar nicht in einem größeren Ausmaß materialisieren, so führen sie doch dazu, dass die Bund-Renditen weiter niedrig bleiben und zeitweise erneut sinken können. Auf Sicht der kommenden zwölf Monate gehen wir von einer Seitwärtsbewegung um die Marke von minus 0,50% aus. Einhergehend mit der Erwartung, dass die Fed im kommenden Jahr nochmals an der Zinsschraube drehen wird, dürften die Renditen der Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit auf Sicht von zwölf Monaten auf 1,20% sinken.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 11. September 2019

Das virtuelle „Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global“ betrachtet lediglich das Aktienuniversum der DZ BANK.

Die fundamentale Aktienanalyse versucht den fairen Wert* von börsennotierten Unternehmen beziehungsweise deren Aktien zu ermitteln und dabei gegebenenfalls Über- oder Unterbewertung zu identifizieren. Sie basiert auf betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld des Unternehmens. In die Analyse einbezogen werden daher neben dem betreffenden börsennotierten Unternehmen insbesondere das makroökonomische Umfeld und das Branchenumfeld. Das DZ BANK Research analysiert etwa 300 Aktien (Coverage-Universum), die in deutschen, europäischen und internationalen Indizes geführt werden. Die aus der Analyse folgenden Einschätzungen der Analysten (fairer Wert, Anlageurteil) werden jeweils in separaten Publikationen fachlich und unabhängig begründet. Die Analysen zu einzelnen Aktien sind Prognosen mit dem entsprechenden Maß an Unsicherheit. Bei Investments in ein Portfolio von Aktien erfolgt eine Diversifikation, das heißt das Risiko für den Anleger wird relativ geringer.

Vor diesem Hintergrund stellen wir, basierend auf diesen Analysen und Einschätzungen der Analysten, die DZ BANK Aktienideen Global als ein virtuelles Musterportfolio zusammen. Das gedachte Portfolio setzt sich stets aus 15 bis 25 Aktien aus dem Coverage-Universum der DZ BANK zusammen. Ausnahmsweise kann auch gezielt eine Kasseposition gehalten werden, um erwartete Wertverluste zu begrenzen.

Das Anlageurteil für die in den DZ BANK Aktienideen Global enthaltenen Aktien lautet „Kaufen“. Das Portfolio enthält regelmäßig einen hohen Anteil deutscher Aktien einschließlich MidCaps. Bei internationalen Aktien werden ausschließlich LargeCaps aufgenommen. Die virtuellen Positionen im Musterportfolio haben in der Regel einen Zeithorizont von sechs bis zwölf Monaten. In dieser Publikation werden die aktuell in dem DZ BANK Aktienideen Global Musterportfolio enthaltenen Aktien nur dargestellt. Aktualisierungen der jeweiligen Anlageempfehlungen erfolgen in dieser Publikation nicht.

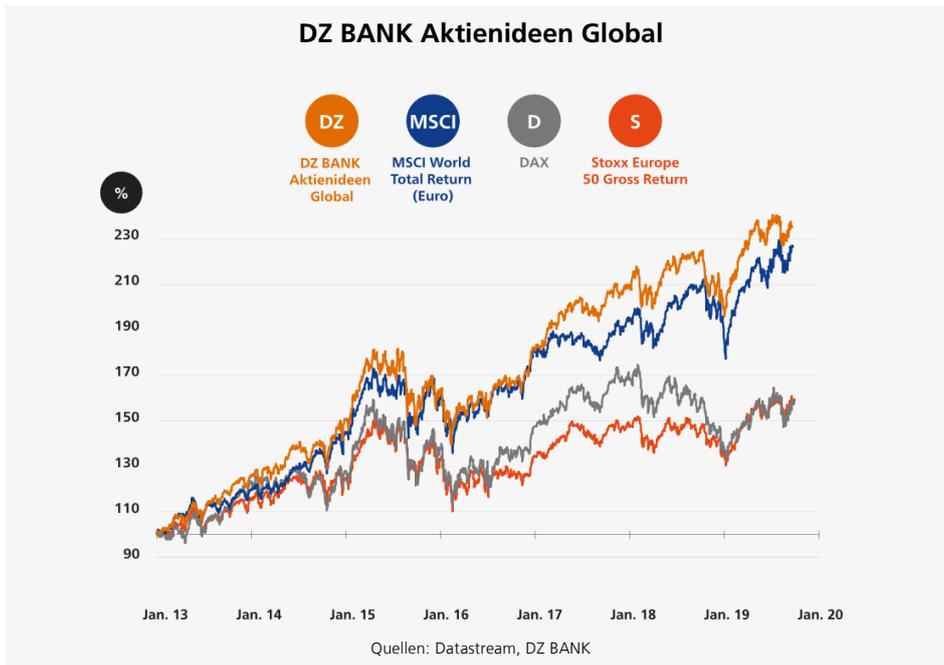
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs vom Fair Value ab, tendiert aber zu diesem hin.“*

Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	28.12.2018	22	175,14	207,60	+23,7% (inkl. Dividende)
Deutsche Telekom	10.07.2019	309	15,41	15,052	-2,3%
Merck KGaA	15.08.2019	48	92,72	93,76	+1,1%
Wirecard	22.07.2019	31	150,75	149,85	-0,6%
Air Liquide	28.12.2018	37	106,25	124,60	+19,8% (inkl. Dividende)
Amazon.com	28.12.2018	3	1.284,85	1.648,80	+28,3%
BAE Systems	15.08.2019	759	5,97	6,41	+7,4%
CRH	04.07.2019	158	30,27	30,56	+1,6% (inkl. Dividende)
Danone	28.12.2018	65	60,67	79,50	+34,2% (inkl. Dividende)
ENGIE	15.07.2019	342	13,87	13,55	-2,3%
Gilead Sciences	28.12.2018	72	55,13	59,72	+10,3% (inkl. Dividende)
Honeywell International	06.02.2019	33	130,95	152,50	+18,1% (inkl. Dividende)
Microsoft	25.07.2019	38	125,68	122,08	-2,5% (inkl. Dividende)
Novartis	22.05.2019	62	74,11	79,92	+7,8%
Nutrien	06.08.2019	100	45,76	47,07	+2,9%
Orange	28.12.2018	284	14,08	13,52	-1,2% (inkl. Dividende)
Thales	18.02.2019	41	107,15	108,60	+2,8% (inkl. Dividende)
Total	28.12.2018	86	46,085	47,38	+5,6% (inkl. Dividende)

Stand: 11. September 2019 / Quellen: Datastream, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 10. September 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 134,7% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (57,7%), der Stoxx 50 Gross Return (58,8%) und der MSCI World Total Return in Euro (126,5%). Im laufenden Jahr 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertzuwachs von 17,7% verbucht und besser als der DAX (plus 16,2%), aber schlechter als der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 19,5%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit plus 23,0% performed. Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.





Auf zu neuen Ufern

Kryptowährungen sind nur der Anfang.

WUSSTEN SIE SCHON?

Tanja Pecher, Redaktion

Ob als digitales Zahlungsmittel oder als Geldanlage: Kryptowährungen haben das Potenzial, das bestehende Geld- und Finanzsystem grundlegend zu verändern. Und die Technologie dahinter – Blockchain – bietet noch viel mehr. Sogenannte intelligente Verträge könnten in Zukunft ganze Branchen mehr oder weniger revolutionieren.

Der Beginn eines neuen Zeitalters?

Am Anfang stand die Idee, ein Zahlungssystem zu schaffen, das ohne Banken und sonstige Intermediäre auskommt, aber jedermann zugänglich ist. Allerdings waren die bis dato gängigen Computernetzwerke dafür denkbar ungeeignet. Denn sie basieren meist auf der sogenannten Client-Server-Architektur mit einer zentralen Datenbank, in der sämtliche Informationen gespeichert sind und auf die alle Nutzer zugreifen können. Diese Systeme sind zwar leistungsstark und schnell, sodass sie von sehr vielen gleichzeitig genutzt werden können. Nicht zu unterschätzen sind allerdings die Nachteile dieses Aufbaus. Der Betreiber einer solchen Datenbank kann Inhalte verändern oder Personen von der Nutzung der Datenbank ausschließen, vor allem dann, wenn kritische Informationen in einer Datenbank gespeichert werden.

Volle Transparenz

Um diese Schwachstellen zu umgehen, Transaktionen zu anonymisieren und sie gegen Manipulationen – insbesondere das Kopieren digitaler Dateien – zu sichern, musste ein System geschaffen werden, das ohne eine solche Zentralstelle auskommt. Die Basis dafür lieferte im Jahr 2008 das „Bitcoin“-Konzeptpapier von Satoshi Nakamoto. Ob es sich um eine Einzelperson oder eine Gruppe von Entwicklern handelt, ist bis heute unklar. Neu am Bitcoin-Zahlungssystem ist die Blockchain, eine von den Teilnehmern dezentral verwaltete Datenbank, in der alle Transaktionen verzeichnet sind. Eine solche Datenbankstruktur bezeichnet man als „Distributed Ledger“, zu Deutsch „dezentrales Hauptbuch“. Diese Datenbank ist auf Tausenden von Computern (Nodes) gespeichert, die untereinander vernetzt sind und Informationen miteinander austauschen. Alle Geräte überprüfen gegenseitig, ob Daten verändert worden sind, und stellen mithilfe kryptografischer Techniken sicher, dass gültige Transaktionen mit Bitcoins nur vom Eigentümer vorgenommen

werden können. Eine heimliche Manipulation einzelner Akteure ist somit unmöglich. Noch dazu ermöglicht das Konzept Transaktionen über Ländergrenzen hinweg. Intermediäre wie Banken und Kreditkartenfirmen sind nicht mehr notwendig. Nutzen lassen sich Kryptowährungen über die frei verfügbare Software „Wallet“, eine Art digitale Brieftasche, über die sich digitale Währungen verschicken und empfangen lassen. Dies geschieht mittels eines Schlüsselpaars, bestehend aus einem privaten und einem öffentlichen Schlüssel: Während der öffentliche Schlüssel wie eine Kontonummer funktioniert, ist der private Schlüssel einem Passwort oder der PIN-Nummer einer Bankkarte vergleichbar.

Bislang allerdings ist das dezentrale System deutlich langsamer als zentrale Systeme und aufgrund der zahlreichen Speicherorte auch ineffizienter. So liegt die Zahl der technisch möglichen Transaktionen des Bitcoin-Netzwerks bei etwa fünf pro Sekunde. Kein Vergleich zu Kreditkartenunternehmen, über die mehrere Tausend Zahlungsvorgänge pro Sekunde abgewickelt werden können. Entwickler arbeiten bereits daran, das Bitcoin-Netzwerk leistungsfähiger zu machen. Dabei setzen sie auf das „Lightning Network“: Nicht mehr jede Transaktion wird einzeln sofort in der Blockchain gespeichert, sondern mehrere Tausend zunächst off-chain, also außerhalb der Blockchain ausgeführt.

Ein Entwicklungsschub sondergleichen

Eine Weiterentwicklung der Bitcoin-Technologie im Sinne einer verbesserten Nutzbarkeit ist das Ethereum-Netzwerk. Dessen Gründer, Vitalik Buterin, hatte die Idee, komplette Programmcodes auf der Blockchain zu speichern. Zwar verwendet auch Ethereum eine eigene Kryptowährung, Ether, den man benötigt, um das Netzwerk zu benutzen, er ist aber kein allgemeines Bezahlmittel. Die eigentliche Errungenschaft ist die dem System eigene Programmiersprache Solidity. Eine der Hauptanwendungen von Ethereum sind Programme, mittels derer sich Vertragsverhältnisse automatisieren lassen sowohl zwischen Menschen als auch zwischen technischen Geräten (Internet of Things). Diese sogenannten Smart Contracts – intelligente Verträge – basieren auf einem ausführbaren Programmcode in Form einer „Wenn-Dann-Bedingung“. Vereinfacht heißt das: Tritt ein Ereignis mit direktem Bezug zum Vertragsinhalt ein, wird die entsprechende Aktion ausgelöst. Der Vorteil an dieser Art der Verträge: Bedingungen, über die sich beide Vertragspartner im Vorfeld einigen, können über die Blockchain wertneutral umgesetzt werden.

Tim Schuldt macht dies in seinem Buch „Blockchain und Kryptowährungen – einfach erklärt für jedermann“ an einem so simplen wie beeindruckenden Beispiel fest. Man stelle sich einen Mann vor, der seinen Nachlass in Form eines großen Bestands an Ethereum sichern möchte. Er programmiert einen Smart Contract, an den er sein Geld sendet. Das Programm ist so aufgebaut, dass es im Falle des Todes das gesamte Geld an ein vorher festgelegtes Konto seines Sohnes überweist. Damit das Programm weiß, wann dieser Zeitpunkt gekommen ist, muss der Vater im Code des Smart Contract vorab festgelegt haben, dass er sich spätestens alle 30 Tage einmal bei dem Kontrakt melden muss – über eine kurze Mitteilung, die er signiert an den Smart Contract schickt. Meldet er sich 30 Tage lang nicht, ist gesichert, dass der Sohn nach dem Ableben des Vaters tatsächlich das Geld erhält.

Ganz unproblematisch ist die Sache allerdings nicht. Denn Smart Contracts sind autonom laufende Programme, die im rechtlichen Sinne keine Verträge darstellen, da sie nicht den Gesetzen des Landes entsprechen, in dem sie umgesetzt und ausgeführt werden. Ein weiteres Problem stellt paradoxerweise eine große Stärke der Blockchain dar: ihre Unveränderbarkeit. Stellt sich im Nachhinein heraus, dass ein Programm fehlerhaft ist, ist unter Umständen Geld unwiederbringlich verloren.

Wo geht die Reise hin?

Trotz dieser Einschränkungen ist der Grundstein gelegt für zahlreiche Anwendungen, die in Zukunft einiges verändern könnten – vor allem innerhalb streng bürokratischer Prozesse. Grundbücher beispielsweise könnten mithilfe der Blockchain-Technologie effizient und manipulationssicher (in vielen Ländern noch ein wichtiges Thema) gepflegt werden. Und selbst die Aufgabe des Notars als Treuhänder ließe sich über einen Smart Contract ersetzen.

In den klassischen Wertpapierhandel könnten Smart Contracts ebenfalls Einzug halten. Bis dato ist der Erwerb von standardisierten Wertpapieren an zahlreiche Intermediäre gebunden, die das Verfahren nicht nur unnötig aufblähen, sondern auch verteuern: angefangen beim Zentralverwahrer für Aktien in Form von Urkunden bis hin zu der Bank, bei der der Aktionär sein Depot hat und über die dann auch der Handel an einer Börse als zentralem Marktplatz stattfindet. Zu alledem wird, so ein Handel zustande kommt, dieser erst zwei Tage später vollzogen (Valuta). Würde man die Wertpapiere in Form von Tokens (Kryptowährungen, die keine eigene Blockchain verwenden) begeben, wären all diese Mittelsmänner unnötig, da sämtliche Informationen öffentlich und fälschungssicher in der Blockchain gespeichert sind, zudem jeder Eigentümer direkt auf der Blockchain erfasst ist und über seine Wallet Aufträge platzieren kann.

Auch in der Versicherungsbranche ließen sich Smart Contracts durchaus sinnvoll einsetzen, vor allem in der Kfz-Versicherung. Beispielsweise könnten durch die Analyse des Fahrverhaltens über die Blockchain die Versicherungsbeiträge angepasst werden.

Ist erst einmal der Anfang gemacht, ...

Bis es soweit ist, wird noch einige Zeit ins Land gehen. Doch erinnern wir uns an den kommerziellen Start des World Wide Web und die ersten E-Mails. Hätte man damals damit gerechnet, dass diese Technologien Lebensgewohnheiten über den gesamten Globus hinweg so derartig verändern können – und das egal wie reich oder arm ein Land ist? Möglicherweise steckt in der Blockchain und den Smart Contracts noch weitaus mehr, von dem wir heute nicht einmal zu träumen wagen. Sicherlich sind rechtliche Rahmenbedingungen eine Hürde. Doch die Erfahrung der letzten knapp drei Jahrzehnte zeigt, dass es auch dafür eine Lösung geben wird. Denn immer dort, wo Menschen einer Sache vertrauen und sie nutzen, werden auch die Gegebenheiten über kurz oder lang angepasst.



WAS IST EIGENTLICH?

Dr. Jan Holthusen, Analyst

Bis vor einigen Jahren noch nahezu undenkbar, nun fast schon Normalität: der Negativzins. Doch was ist das genau? Welcher Anleger soll Anleihen mit negativer Rendite kaufen, wenn er am Ende Geld verliert? Gibt es überhaupt jemanden, der davon profitiert?

Umgekrempelt

Nach Berechnungen des Finanzinformationsdienstes Bloomberg wiesen Ende August weltweit Anleihen im Volumen von rund 16,7 Bio US-Dollar negative Renditen auf. Das ist fast 30% der insgesamt begebenen Anleihen mit Investmentqualität. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Zwar steigt die Verschuldung weltweit immer mehr an, doch besteht auf der anderen Seite trotz niedriger oder sogar negativer Renditen eine starke Neigung, das Geld vergleichsweise sicher anzulegen. Schwächelnde Konjunkturdaten, niedrige Inflationsraten, Handelskonflikte und zahlreiche andere geopolitische Risiken sind die Gründe dafür, dass die Notenbanken ihre Leitzinsen in den letzten zehn Jahren stark gesenkt haben. Vielfach liegen sie bei null oder teilweise sogar im negativen Bereich. Doch das ist nur ein Grund für niedrige oder negative Renditen am Kapitalmarkt. Auch die Demografie trägt ihren Teil dazu bei. Die in den Industrieländern Mitte der Fünfziger- bis Ende der Sechzigerjahre geborenen „Babyboomer“ sorgen privat für ihren Ruhezustand vor, um der Lücke in den öffentlichen Rentenversicherungssystemen entgegenzuwirken. Alles in allem läuft es auf Folgendes hinaus: Bei geringer Investitionsneigung der Unternehmen entsteht ein Sparüberschuss, der auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht sein Ventil in stark sinkenden und inzwischen vielfach negativen Kapitalmarktrenditen findet.

Dazu ein Beispiel aus der Praxis

Bundesobligationen – sogenannte „Bobls“ – gehören zu den wesentlichen Finanzierungsinstrumenten des Bundes. Sie haben in der Regel eine Ursprungslaufzeit von gut fünf Jahren. Am 3. Juli wurde eine neue Bobl begeben. Sie weist eine Emissionsrendite von minus 0,65% auf. Was bedeutet das konkret?

Betrachten wir einen Anleger, der sein Geld für fünf Jahre sicher anlegen will und diese Anleihen am 3. Juli 2019 erwirbt. Für ihn heißt das: Für Anleihen im Nominalwert von 100.000 Euro muss er einen Preis von 103.516 Euro bezahlen. Die Verzinsung dieser Anleihe liegt bei null. Das heißt, er erhält während der fünfjährigen Laufzeit zu den jährlichen „Kupontermi-“ jeweils 0 Euro an Zinsen. Behält der Anleger die Anleihe bis zur Endfälligkeit, bekommt er immerhin, und da kann er sich ziemlich sicher sein, 100.000 Euro zurück. Die Rechnung daraus ist relativ einfach:

$$-103.516 + 0 + 0 + 0 + 0 + 0 + 100.000 = -3.516$$

Insgesamt macht er mit dieser Geldanlage also einen Verlust von 3.516 Euro.

Eigentlich uninteressant, oder?

Je länger und je tiefer die Leitzinsen der Europäischen Zentralbank im negativen Bereich liegen, desto stärker wird auch der Druck auf die Banken, diesen Zinssatz über Null- oder Negativzinsen an ihre Kunden weiterzugeben, wenn diese bei ihnen Geld anlegen wollen. Doch selbst, wenn ein Kunde für die Anlage in Tages- oder Termingeldern einen Negativzins von 0,4% pro Jahr zu entrichten hätte, wäre es für ihn kaum sinnvoll, eine Anleihe des Bundes mit einer Rendite von minus 0,65% zu erwerben. Es sei denn, der geplagte Anleger ginge davon aus, dass die Renditen am Markt noch weiter fallen. Dann könnte er die Anleihe während der Laufzeit möglicherweise zu einem höheren Kurs wieder verkaufen. Gemindert würde diese Differenz noch durch die fälligen Transaktionskosten.

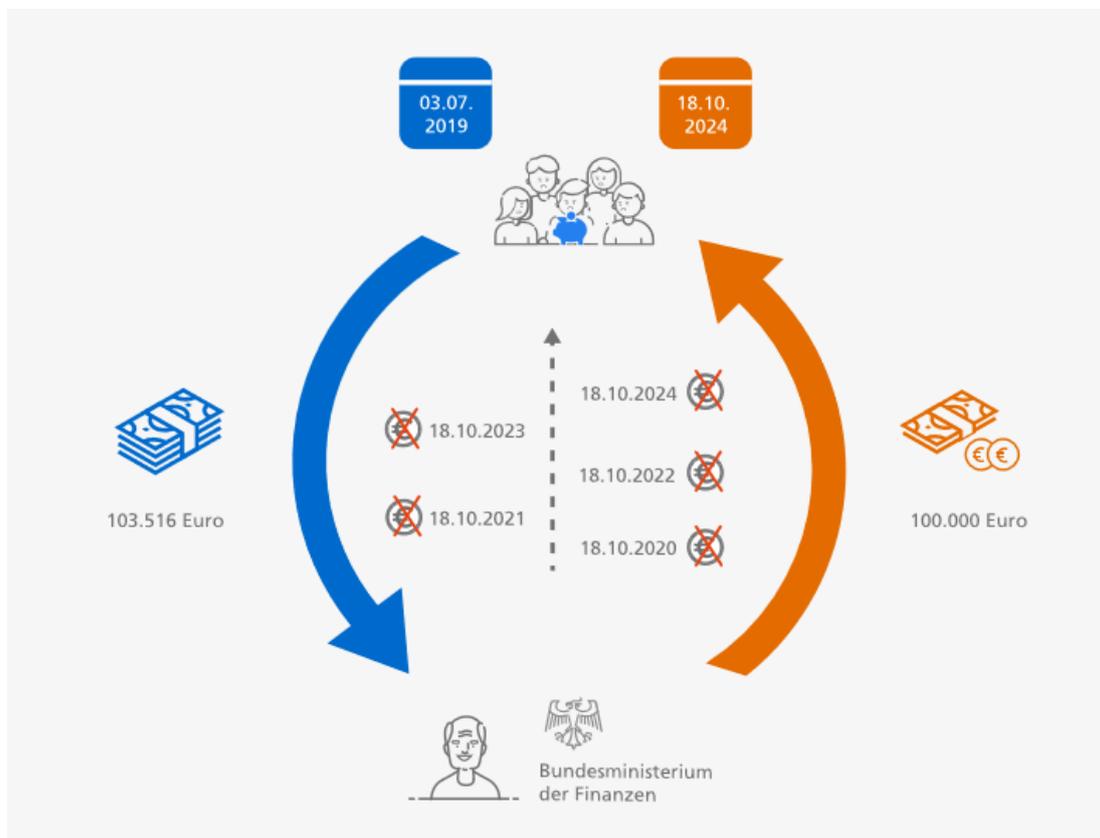
Doch selbst bei einem Kunden, der auf diese Art stattliche 100.000 Euro anzulegen hätte, dürfte das die Ausnahme sein. Schließlich hat er die Möglichkeit, diesen Betrag auch als Bargeld in den Tresor zu legen – bei einem „Verlust“ von rund 3.516 Euro bei Kauf der Anleihe und Halten bis Endfälligkeit durchaus die interessantere Alternative.

Mit Bargeld ungleich schwerer tun sich große Investoren, die nicht bloß 100.000 Euro, sondern beispielsweise 250 Millionen Euro anzulegen haben. In solch großem Stil müssen sie noch dazu in der Lage sein, schnell kaufen und wieder verkaufen zu können. Suchen sie absolute Sicherheit, kommen sie um die Anlage in Bundesanleihen oftmals nicht umhin. Die Zinsen, die sie dafür zahlen, kann man durchaus als Versicherungsprämie bezeichnen, der „Return of Investment“ (der Rückfluss des eingesetzten Kapitals) dominiert den „Return on Investment“ (der Ertrag auf das eingesetzte Kapital). Hinzu kommt, dass viele Banken, Versicherungen und Kapitalsammelstellen gewisse Quoten ihres Wertpapierbestands in sicheren und liquiden Anlagen halten müssen. Dadurch soll vermieden werden, dass sie in Krisenzeiten in Liquiditätsnöte geraten. Sie sind also gezwungen, selbst Anleihen mit deutlich negativen Renditen zu kaufen.

Zurzeit dominiert der „Return of Investment“ den „Return on Investment“

Der Gewinner ist ...

... der Finanzminister. Für ihn stellt sich die Situation ungleich vorteilhafter dar. Er bekommt zum Emissionszeitpunkt vom Sparer 103.516 Euro ins Staatsäckel. Diese stehen ihm nun für die nächsten fünf Jahre zur Verfügung, beispielsweise für die Bezahlung von Beamtengehältern, die Reparatur von Autobahnen, für Sozialleistungen oder zur Kulturförderung. Zinsen muss er dafür nicht bezahlen. Und zum Fälligkeitstermin in fünf Jahren, wenn die Anleihe aus Steuereinnahmen oder durch die Begebung neuer Anleihen getilgt wird, müssen lediglich 100.000 Euro an den Sparer zurückgezahlt werden. Der Staat hat also vom Anleger während der Laufzeit eine Zahlung von 3.516 Euro dafür erhalten, dass dieser ihm für fünf Jahre Geld leihen „durfte“. Bei einem ursprünglichen Emissionsvolumen unserer Beispielanleihe von 4 Mrd. Euro summiert sich das allein bei dieser Anleihe auf einen Gewinn für das Staatsäckel von 140,64 Mio. Euro. Diese stehen dem Finanzminister nur aufgrund der Tatsache zur Verfügung, dass er in einem für ihn paradisiischen Umfeld neue Schulden gemacht hat – und das wird nicht nur in Deutschland gern genutzt.





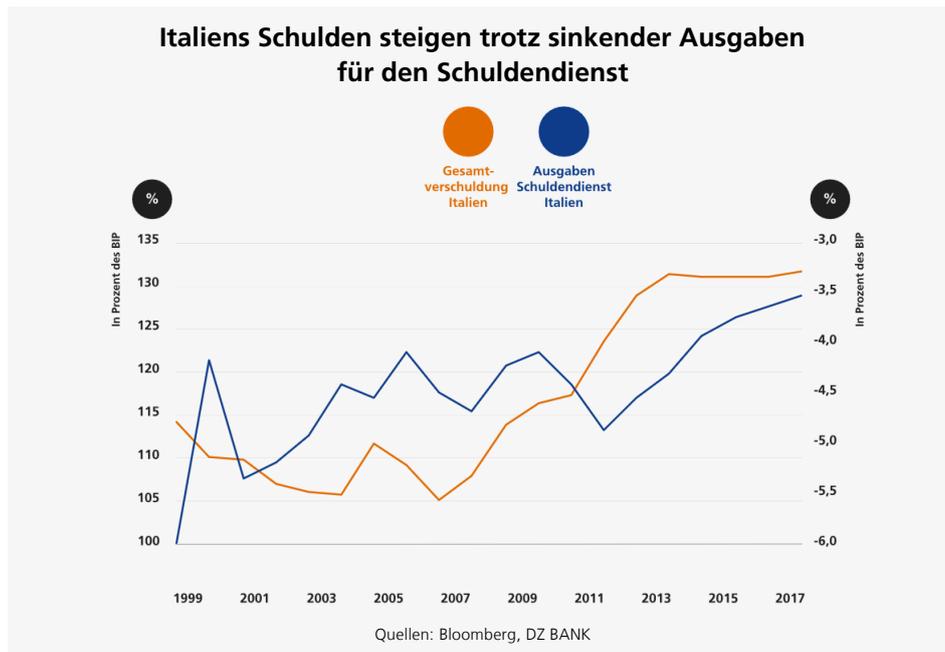
THINK-TANK

Daniel Lenz, Analyst

Kritische Stimmen behaupten, die EZB könne die seit Jahren sehr niedrigen, teils negativen Leitzinsen nicht einfach erhöhen. Das verbiete die Schieflage einiger EU-Staats Haushalte. Daher stellt sich zwangsläufig die Frage nach der Unabhängigkeit der Notenbank und langfristig nach der Stabilität des Euro.

Ein Kurswechsel jetzt ist nicht ohne

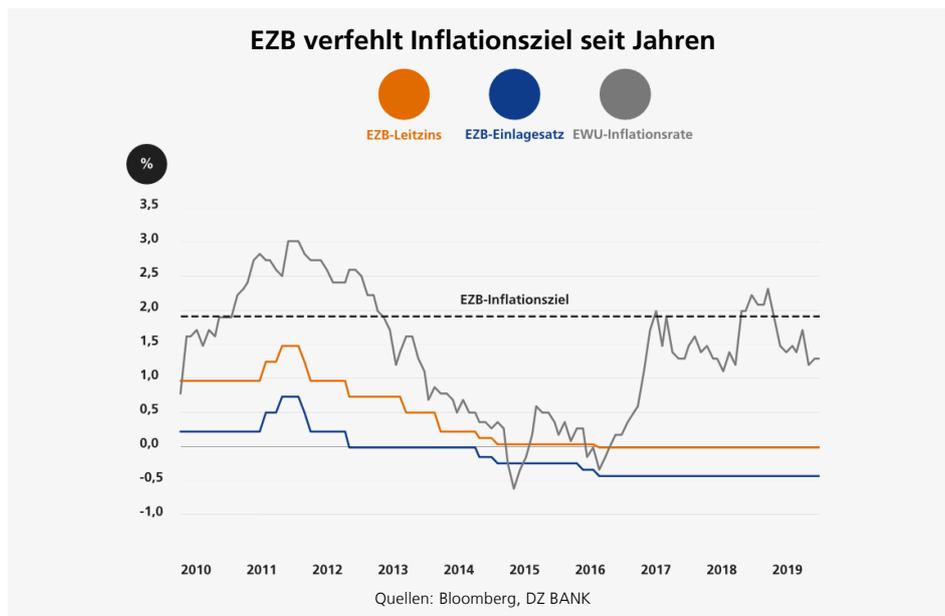
Die Kritiker der EZB-Geldpolitik machen folgende Rechnung auf: Wegen der Finanz- und der europäischen Staatsschuldenkrise ist die öffentliche Gesamtverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung in den vergangenen zehn Jahren massiv gestiegen. Gleichzeitig sind die Zinsen im Währungsraum so stark gefallen, dass selbst Italien heute weniger für den Schuldendienst aufwenden muss als noch vor einigen Jahren. Doch ausgerechnet den am stärksten verschuldeten Ländern gelingt es nicht, diesen für sie günstigen Umstand für den Abbau der Gesamtverschuldung zu nutzen. Angenommen, die Zinsen der Eurozone steigen wieder: Ohne weitere Kürzungen nähmen die Aufwendungen für den Schuldendienst derart zu, dass selbst ein Staatsbankrott nicht auszuschließen wäre. Für die Stabilität und den Zusammenhalt des Euroraums hätte dies unabsehbare Folgen. Letztlich würde die EZB sogar ihre eigene Zukunft gefährden, wenn sie sich zu einem Kurswechsel entschließt, so die Kritiker.



Richtig ist, dass Frankreich, Italien und andere Staaten die Chance historisch niedriger Zinsen vertan haben. Die Regierungen haben nach den Jahren der Rezession, die teils mit herben sozialen Einschnitten einherging, politisch nicht den Mut oder den Willen aufgebracht, die Verschuldung zu senken. Seit populistische Parteien in Europa auf dem Vormarsch sind, fällt es den Regierungen noch schwerer, „unpopuläre“ Entscheidungen zu treffen. Italiens Regierung stellt die Sparleitlinien der EU sogar ganz infrage. Wenig überraschend also, dass die EZB zwar immer wieder einen höheren Spareifer von den Regierungen eingefordert hat, die Mahnungen jedoch regelmäßig verpufften. Letztlich überwacht die EU-Kommission zwar die Einhaltung der Fiskalregeln. Doch ohne politische Rückendeckung der nationalen Regierungen kann sie keine Sanktionen aussprechen.

Der Fall ist ganz anders gelagert

Die Aufgabe der Währungshüter ist es, die Geldwertstabilität in der Eurozone sicherzustellen. Das Ziel einer jährlichen Inflationsrate bei unter, aber nahe 2% hatte sich die Notenbank selbst gesetzt, verfehlte es aber seit Jahren. Eine der Ursachen ist die in einigen Ländern der Währungsunion weiterhin eher schwache wirtschaftliche Entwicklung. Italiens reale Wirtschaftsleistung beispielsweise ist heute geringer als vor zehn Jahren. Und überhaupt: Große Teile des Währungsraums leiden unter einer strukturell bedingten schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, weil notwendige Strukturreformen bislang verschleppt werden.



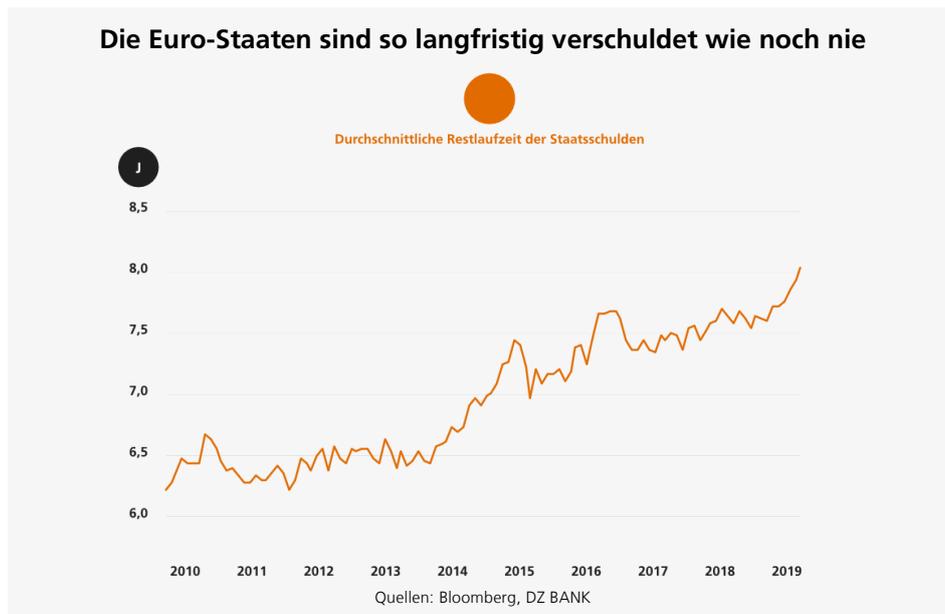
Zum anderen sind niedrige Teuerungsraten ein weltweites Phänomen der Industrieländer. So bietet der wachsende Onlinehandel eine immer größere Preistransparenz, die Verbraucher für sich nutzen können. Auch ist der internationale Warenhandel in den vergangenen Jahren massiv gestiegen, sodass Konsumenten von günstigeren Produktionsmöglichkeiten im Ausland profitieren. Dies verstärkt den Prozess der globalen Arbeitsteilung. Die Länder konzentrieren sich jeweils auf die Erzeugung der Waren und Dienstleistungen, die sie zumindest relativ am günstigsten erstellen können. Mit steigender Effizienz und höheren Stückzahlen ergeben sich wiederum Kostenvorteile, von denen auch die Verbraucher profitieren.

Allerdings ist die Verbraucherpreisinflation nur ein durchschnittlicher Wert, dem ein repräsentativer Warenkorb zugrunde liegt. Die tatsächlichen Preissteigerungen einzelner privater Haushalte können deutlich abweichen. So liegen die Steigerungsraten für Mieten in deutschen Ballungszentren spürbar über dem Bundesdurchschnitt. Die für die Geldpolitik in der Eurozone relevante Teuerungsrate berücksichtigt auch keine Preisänderungen bei Vermögenswerten. Steigende Immobilienpreise oder Aktienkurse fließen also nicht in die Verbraucherpreisinflationsrate ein.

Aktuell stehen die Zeichen sogar auf einer Verlängerung und Verstärkung des expansiven geldpolitischen Kurses der EZB. Der Rat der Notenbank reagiert damit auf die sich global eintrübende Konjunktur in der Eurozone, die insbesondere auch exportorientierte Länder wie Deutschland erfasst hat. Selbst wenn der gemeinsame Währungsraum die aktuelle Flaute hinter sich lässt, sprechen die strukturellen Gründe gegen eine deutliche Belebung des Preisauftriebs. Zudem hat sich die EZB durch die Anpassung des Inflationsziels jüngst selbst den Freiraum dafür geschaffen, sogar bei steigenden Inflationsraten expansiv zu bleiben. Damit sind die Aussichten auf merklich steigende Leitzinsen auf absehbare Zeit gering.

In Aufschwungsphasen zu zögerlich

Wenngleich strukturelle wie konjunkturelle Gründe die Niedrigzinspolitik der EZB erklären, so gibt es auch in der Wissenschaft durchaus kritische Stimmen. Eine davon bezieht sich auf das asymmetrische Verhaltensmuster der EZB und anderer Notenbanken. Gemeint ist damit, dass die EZB in wirtschaftlichen Abschwungsphasen schneller und stärker die Zinsen senkt, als sie sie in guten Konjunkturphasen erhöht. Dies habe dazu beigetragen, dass sich ein über die Konjunkturzyklen hinweg stetiger Abwärtstrend bei den Leitzinsen gebildet hat. Empirische Studien stützen die These, doch die Gründe liegen vielmehr darin, dass die Währungshüter sich offensichtlich davor scheuen, konjunkturelle Impulse durch Geldpolitik stärker zu bremsen. Noch mangelt es hier am Bewusstsein für das Problem, ganz zu schweigen von einem Umdenken der Verantwortlichen.



Somit ist nicht die hohe Staatsverschuldung die Ursache für die Niedrigzinspolitik der EZB, obgleich die Finanzminister von der Entwicklung profitieren. Die Aussicht, sich langfristig günstig refinanzieren zu können, hat aber ihre Schattenseiten. Es nimmt den Druck von den nationalen Regierungen, die Sparanstrengungen zu vergrößern und auf dauerhaft niedrige Finanzierungsbedingungen für Staaten zu vertrauen. Steigen die Zinsen dennoch merklich, drohen auch die Ausgaben für neue Anleihen und Kredite deutlich zu steigen. Die Staaten wären gezwungen, Ausgaben zu kürzen oder Einnahmen zu erhöhen. Ein weiterer Ausweg könnte darin liegen, sich verstärkt über kürzere Anleihe- und Kreditlaufzeiten mit geringeren Zinssätzen zu refinanzieren, wie es in früheren Hochzinsphasen der Fall war. Die durchschnittlichen Laufzeiten von EWU-Staatsanleihen sind angesichts rekordniedriger Markttrenditen derzeit so hoch wie nie zuvor.

Die nächste Chance kommt bestimmt

Etliche Staaten der Eurozone haben die historische Chance verpasst, das Niedrigzinsumfeld für den Abbau der Staatsverschuldung zu nutzen. Der aufgetürmte Schuldenberg birgt Risiken. Die Schlussfolgerung, dass die EZB hierdurch gezwungen sei, die Zinsen dauerhaft niedrig zu halten, greift aber zu kurz. Vielmehr sprechen sowohl der moderate Preisdruck in der Eurozone als auch die vorsichtige Gangart der Notenbanker in Aufschwungphasen für anhaltend niedrige Renditen im Währungsraum. Den Staaten kommt diese Entwicklung zwar zugute, sie verführt die Politik aber auch dazu, an der bisherigen Ausgabenpolitik festzuhalten. Sollte die EZB dennoch die Notwendigkeit sehen, die Zinsen stärker anzuheben, wird sie ihrer Reputation wegen kaum zögern. In dem Fall müssen die Euro-Staaten den Gürtel enger schnallen und verstärkt auf kurzfristigere Schuldtitel am Kapitalmarkt setzen. Andernfalls droht tatsächlich eine finanzielle Schieflage mit womöglich gravierenden Folgen für die Stabilität und Zukunft der Eurozone.

Schöne neue Schuldenwelt

Diogenes und die unschuldigen Staatsschulden

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.

Diogenes' Ruf als sittliche Autorität verbreitet sich. Jetzt wurde er sogar nach seiner Meinung zu dem hochmoralischen Thema „Schulden“ gefragt. Er dachte erst: Das perfekte Thema für einen ebenso bedürfnis- wie mittellosen Philosophen, der die Frage absolut unparteiisch in Angriff nehmen kann. Und der vorweg schon einmal darauf hinweisen möchte, dass der Gleichklang von „Schulden“ und „schuldig“ im Deutschen eher ein sprachgeschichtlicher Unfall als ein Werturteil ist. Die lateinische Urform ist „debet“, kurz für „de habet“ – er hat etwas von jemandem. So klingt das ziemlich unschuldig.

Erst beim zweiten Lesen der Anfrage sieht er, dass es speziell um Staatsschulden geht. Und schon steht Diogenes vor einer der ganz großen Fragen der Staatsphilosophie. Nämlich: Gelten für den Staat die gleichen Regeln wie für ein Individuum? Wenn man – mit der sprichwörtlichen „schwäbischen Hausfrau“ – Sparsamkeit als Tugend sieht, muss man dann auch fordern, dass der Staat sparsam ist und keine Schulden macht?

Diogenes vermutet stark, dass dem nicht so ist. Denn der Staat ist etwas grundsätzlich anderes als ein Individuum. Er hat – jedenfalls in ordentlich verfassten Gesellschaftssystemen – Rechte, die kein Einzelner hat. Zum Beispiel darf er den Bürgern Dinge vorschreiben und verbieten, Steuern erheben, Vermögen und Einkommen umverteilen ...; die Liste ließe sich verlängern. Wenn man es sich recht überlegt, ist eigentlich klar, dass man individuelle Verhaltensregeln nicht einfach auf den Staat übertragen kann.

Ökonomen, die Staatsschulden für schlecht halten, begründen das auch nicht moralisch, sondern damit, dass Schulden die Zinsen in die Höhe treiben und die private Kreditaufnahme verdrängen. Da der Staat meistens als der sicherere Schuldner gilt, erschwert er es Privatleuten und Unternehmen, die Kredite aufzunehmen, die sie für ihr Leben oder ihre wirtschaftliche Tätigkeit brauchen. Und außerdem wird bei hohen und steigenden Schulden ein wachsender Teil des Staatshaushalts für den Schuldendienst blockiert, sodass für die eigentlichen Staatsaufgaben immer weniger übrig ist.

Aber was bleibt von diesen Argumenten, wenn die Zinsen bei null sind? Schulden machen kostet nichts, bei Negativzinsen kann man sogar daran verdienen. Und es kann keine Rede davon sein, dass die Zinskosten die Privatwirtschaft von der Kreditaufnahme abhalten. Wenn der Staat nur wollte, könnte er zurzeit das Geld mit vollen Händen – nein, nicht zum Fenster hinauswerfen, aber – in vieles stecken, an dem es mangelt: Bildung, Wohnungsbau, Digitalisierung, Umweltschutz, Altersarmut, womöglich sogar Entwicklungshilfe oder Militär?

Und warum meint man eigentlich, die Schuldenlast müsste zurückgezahlt werden? Vielleicht schon von unseren Kindern? Die schaffen das sowieso nie, aber sie müssen auch nicht. Denn solange die vereinbarten Zinsen regelmäßig bezahlt werden, kann man die Staatsschuld auch als Dauerleihe der Bevölkerung an ihren Staat ansehen, der damit seine Aufgaben erledigt. Der Staat kann einfach das benötigte Geld von denen nehmen, die es ihm freiwillig geben, also Käufer von Staatsanleihen – sie haben es ja übrig. Er könnte sogar die Steuern senken, die ja zwangsweise oft von Menschen zu tragen sind, denen das überhaupt nicht passt.

Diogenes hat nur zwei wesentliche Einwände gegen diese schöne neue Schuldenwelt. Der erste ist: Die meisten Staaten (außer Japan) haben ihre Schulden zum großen oder gar überwiegenden Teil gegenüber Gläubigern, die nicht ihre Staatsbürger sind (das war übrigens auch schon vor den Zeiten der „Globalisierung“ so). Und da kann es leicht passieren, dass diese Gläubiger das Land auf einmal nicht mehr gut finden und ihr Geld zurückhaben möchten. Vielleicht weil herauskommt, dass die Statistik der Staatsfinanzen geschönt war, oder weil der Präsident einen Witz macht, den man im Ausland nicht lustig findet. Die eigene Bevölkerung kann das Geld natürlich nicht auf einen Schlag aufbringen, das Land steuert auf den Bankrott zu, und spätestens dann geben auch die eigenen Staatsbürger ihr Geld nicht mehr ohne Weiteres her.

Für Deutschland erscheint dieser Fall zurzeit recht unwahrscheinlich. Nicht zuletzt, weil wir gute Statistiken und eher ernsthafte Politiker haben. Bleibt das zweite Gegenargument: Die private Anlagebereitschaft wird wohl nicht immer so hoch und das Zinsniveau nicht immer so niedrig bleiben. Aber immerhin für eine ganze Zeit lang. Und wir könnten es uns wenigstens vorübergehend mal leisten, uns wegen der Staatsschulden nicht schuldig zu fühlen.

Diogenes zieht für sich selbst eine Konsequenz. In Anbetracht all dieser Entwicklungen muss er hinnehmen, dass seine philosophischen Gedanken über die richtige Höhe des Zinssatzes nicht ins Gewicht fallen. Als sehr alter Mensch kann er es auch verkraften, wenn seine bescheidenen Ersparnisse nicht von selber weiterwachsen. Solange sie bei niedriger Inflation wenigstens weiter ihren Wert behalten, fühlt er sich für die paar verbleibenden Jahre dieses Erdenlebens zumindest einigermaßen abgesichert.



Hinweise

1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.

2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.

3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

Zu den Details eventuell genannter Anlageempfehlungen, insbesondere auch zu den jeweils offenzulegenden Interessenkonflikten zu Emittenten, verweisen wir auf die jeweils aktuelle Research-Publikation zu diesen Emittenten sowie unsere Website www.dzbank.de/Pflichtangaben.

Impressum

Herausgeber

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Telefon : +49 69 7447 - 01
Telefax : +49 69 7447 - 1685
Homepage: www.dzbank.de
E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand

Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus,
Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister
HRB 45651

Aufsicht

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2019
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 11. September 2019

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Sonstige Research-Informationen sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen** für **bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben** für **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere** zur **Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

4.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung** von **Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

4.2 **Eine Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** von **sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag** der **Publikation**.

4.3 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

4.4 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

5.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

5.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

5.3 Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

5.4 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

5.5 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

6. Adressaten und Informationsquellen

6.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

II. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚**Finanzanalyse**‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚**accredited investors**‘, and / oder ‚**expert investors**‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚**Sonstige Research-Information**‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
- Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
- Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
- Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfoliowalter tätig.

Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.