

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

**Friedrich**  
Research. Trends. Analysen.

**#2**  
Juni/2020

# An die Substanz

Corona-Pandemie stellt Weltwirtschaft vor ungekannte Herausforderungen



# Inhalt

AUSGABE #2 / 2020



## IM FOKUS

### An die Substanz

Corona-Pandemie stellt Weltwirtschaft vor ungekannte Herausforderungen

**Seite 5**

---



## MARKTPERSPEKTIVE

### Immer schön vorsichtig

Der Goldpreis fliegt hoch, die Aktienmärkte  
erholen sich zügig

**Seite 9**

---



## ANLAGESTRATEGIE

### Tief durchatmen

Wo der angespannte Aktienmarkt  
Chancen bietet

**Seite 13**

---

**Die Rolle der  
Medizintechnik  
in Zeiten der  
Corona-Pandemie**

## EMITTENTEN-INTERVIEW

Mit Thomas Fischler, Head of Treasury & Investor Relations,  
Drägerwerk AG & Co.KGaA

**Seite 18**

---

**B<sup>3</sup>**

## DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

**Seite 21**

---



**RESEARCH-SPEZIALTHEMA**  
**Pharmazeutische Kreativität**  
**in der Coronaviruskrise**

Forscher verfolgen vielfältige Strategien gegen Corona

**Seite 24**

---



**MISCHPULT**  
**Musterportfolio**

**Seite 29**

---



**WUSSTEN SIE SCHON?**  
**Zu viel des Guten?**

Geldschwemme führt nicht unweigerlich  
zu höherer Inflation

**Seite 35**

---



**WAS IST EIGENTLICH**  
**ein Corona-Bond?**

Über strittige Anleihen und finanzielle  
Solidarität in der Eurozone

**Seite 40**

---



**THINK-TANK**  
**Auf Sand gebaut?**

Corona bremst den Immobilienmarkt

**Seite 43**

---



**GLOSSE**  
**Eine Frage der Perspektive?**

Diogenes gehört zur Risikogruppe

**Seite 47**

---

**HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE**

**Seite 50**

---

# Die ganze Welt im Bann des Virus

## EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

spätestens von Mitte März an gibt es eigentlich kein anderes Thema mehr als die Corona-Pandemie. Seit dem Zweiten Weltkrieg ereignete sich wahrscheinlich keine weltumspannende Krise eines solchen Ausmaßes mehr. Die enorm hohen wirtschaftlichen Kosten entstehen vornehmlich durch die politischen Eindämmungsmaßnahmen, die die Verbreitung des gefährlichen Virus so weit wie möglich verhindern sollen. In Deutschland ist uns das bislang recht gut gelungen. Die Zahl der Toten durch Covid19 hierzulande ist zwar hoch, doch verglichen mit vielen anderen Ländern eben noch im unteren Bereich.

Auch die Banken stellte die Krise vor völlig neue Herausforderungen: Die umfangreichen staatlichen Kreditprogramme, die kleine und mittlere Unternehmen vor dem Schlimmsten bewahren sollten, mussten in kurzer Zeit und in großer Zahl an die Firmenkunden durchgeleitet werden – einschließlich einer Prüfung, ob überhaupt ein berechtigter Anspruch auf Staatshilfe besteht. Die Banken haben diese anspruchsvolle Aufgabe, trotz der erheblichen Einschränkungen des Geschäftsbetriebes, denen auch sie unterlagen, in überzeugender Manier bewältigt.

Doch die Auswirkungen der Corona-Krise reichen noch weiter: Mit der Diskussion um Unterstützungsprogramme für die besonders in Mitleidenschaft gezogenen Euroländer ist auch wieder die Frage um die finanzielle Solidarität in der Eurozone in den Vordergrund getreten. Und wird in Anbetracht der riesigen Rettungsprogramme die Inflation steigen? Von dieser Krise sind wirklich alle betroffen, auch diejenigen, die noch nicht oder die nicht mehr im Berufsleben stehen. Vom Kleinkind, das nicht mehr in die Kita gebracht werden kann, bis zum Pensionär, der seine Wohnung am besten nur noch im Notfall verlässt. Doch die Planungen für die Zeit danach müssen ja weitergehen. Sowohl bei den Unternehmen, die unter großer Unsicherheit für die kommenden Monate disponieren müssen, als auch bei den Anlegern, die sehr volatile Marktbewegungen interpretieren müssen und ihre Investitionsentscheidungen vor dem Hintergrund einer Vielzahl von möglichen Szenarien zu treffen haben. Doch eine der wichtigsten Rollen kommt aktuell den Forschern im Labor zu – denn ohne einen Impfstoff haben alle langfristig Probleme.

In dieser Zeit der großen Unsicherheit möchten wir Ihnen, liebe Leserinnen und Leser, eine Orientierung geben. Alle Beiträge des vorliegenden FRIEDRICH drehen sich um das Thema „Corona“. So beleuchten wir die voraussichtlichen wirtschaftlichen Schäden, die Auswirkungen auf die Staatsfinanzen, aber auch auf die Immobilienmärkte und geben einen Überblick, an welchen Behandlungsansätzen Pharmafirmen zur Bekämpfung des Corona-Virus forschen. Das wird ein langer Weg. Doch: „Wer ein Ziel will, darf den Weg nicht scheuen, er sei glatt oder rau.“ (Fontane)

Bleiben Sie gesund!!

Ihr Stefan Bielmeier  
Chefvolkswirt

# An die Substanz

Corona-Pandemie stellt Weltwirtschaft vor ungekannte Herausforderungen

## IM FOKUS

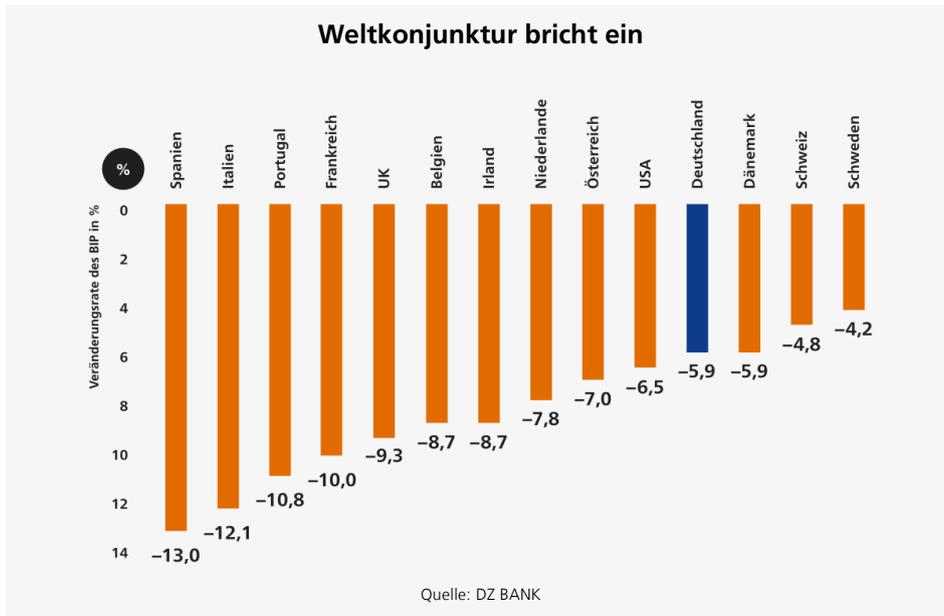
Dr. Michael Holstein, Economist

**Die Corona-Pandemie hat die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession gestürzt. Die Wachstumszahlen für die Wirtschaftsleistung aus verschiedenen Ländern im ersten Quartal 2020 geben einen Eindruck davon, wie heftig die Krise ausfällt. Besonders in Europa, wo die Wirtschaft coronabedingt schon Mitte März teilweise stark heruntergefahren wurde, dürfte der Konjunkturunbruch in diesem Jahr ein bisher nicht gekanntes Ausmaß annehmen. In den USA und den anderen großen Volkswirtschaften geht der Schaden ebenfalls an die finanzielle Substanz.**

In Deutschland haben sich die wirtschaftlichen Aussichten in den letzten Wochen sehr stark eingetrübt. Die Maßnahmen zur Eindämmung der Virus-Infektionen, die zum großen Teil seit Mitte März in Kraft sind, haben die wirtschaftlichen Aktivitäten besonders in Teilen des Dienstleistungsgewerbes weitgehend zum Stillstand gebracht. Zwar wurde bereits über erste Lockerungen der einschneidenden Beschränkungen entschieden. Dennoch werden große Teile der Wirtschaft weiterhin nur in einer Art Notbetrieb funktionieren können. Daran können auch die von der Politik beschlossenen umfangreichen Gegenmaßnahmen und Hilfspakete nichts grundlegend ändern. Das vereinfachte Verfahren zum Kurzarbeitergeld und die großzügigen Liquiditätshilfen für betroffene Unternehmen können aber zumindest Umsatzausfälle überbrücken und Insolvenzen so weit wie möglich vermeiden.

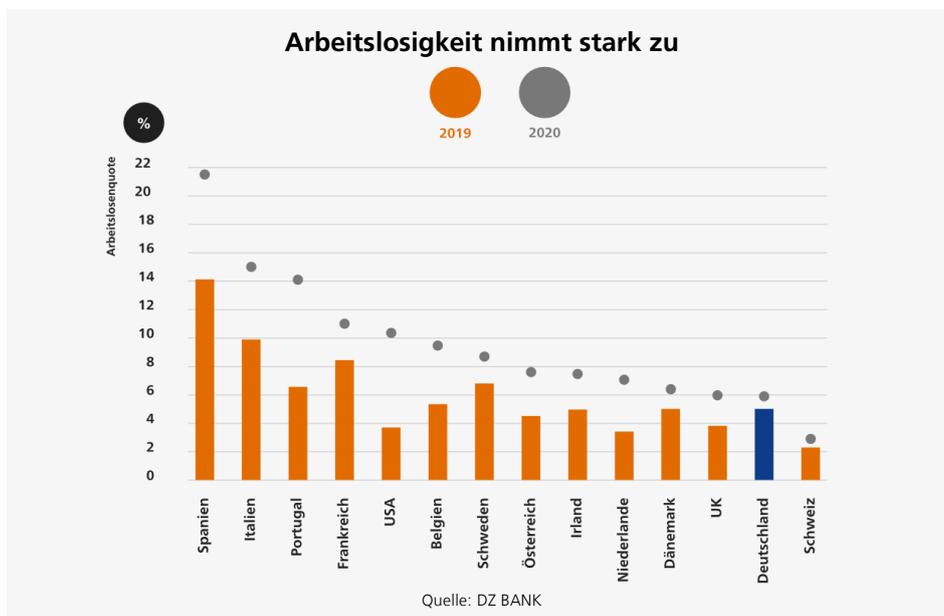
Mittlerweile werden in vielen anderen Ländern die harten Einschränkungen der Wirtschaftstätigkeit allmählich zurückgefahren. Das sind grundsätzlich gute Nachrichten für die Wirtschaft. Dennoch will der Konjunkturmotor noch nicht wieder richtig anspringen. Denn die Schritte zur Wiederbelebung der Wirtschaft können aufgrund der hohen Ansteckungsgefahr nur klein sein. Zu tief sitzt die Verunsicherung und zu groß ist die Angst vor einer zweiten Pandemiewelle. Die Belastungen werden wohl noch bis ins nächste Jahr zu spüren sein.

Unsere Prognose für das globale Wirtschaftswachstum haben wir daher in den vergangenen Wochen drastisch gesenkt. 2020 dürfte die Weltwirtschaft um 4% einbrechen und sich im kommenden Jahr nur vergleichsweise moderat erholen. Gleichzeitig bleibt der Rohölpreis auf niedrigem Niveau. In diesem Umfeld dürften die Inflationsraten im laufenden Jahr nur äußerst schwach ausfallen.



### Von historischem Ausmaß

Aufgrund der tiefen Rezession stehen auch die Arbeitsmärkte der westlichen Industriestaaten unter einem enormen Druck. Eine drastische Zunahme der Arbeitslosigkeit wird trotz aller Bemühungen in vielen Ländern nicht zu verhindern sein. Dabei gehen die Arbeitsmärkte in sehr unterschiedlicher Verfassung in die Krise. Zudem zeigt die Erfahrung aus der Finanzkrise auch, dass sie in den verschiedenen Ländern auf einen Konjunkturabschwung nicht gleich stark reagieren. Einen besonders kräftigen Anstieg der Arbeitslosenquote erwarten wir in den USA sowie in den großen südeuropäischen Volkswirtschaften. Der deutsche Arbeitsmarkt hat gute Voraussetzungen, vergleichsweise glimpflich durch die Corona-Krise zu kommen – angesichts der guten Beschäftigungssituation vor Corona, dem nach wie vor bestehenden Fachkräftemangel in Branchen wie der Pflege, einem starken Kündigungsschutz und vor allem dank der großzügigen Anwendung der Kurzarbeitsregelung.



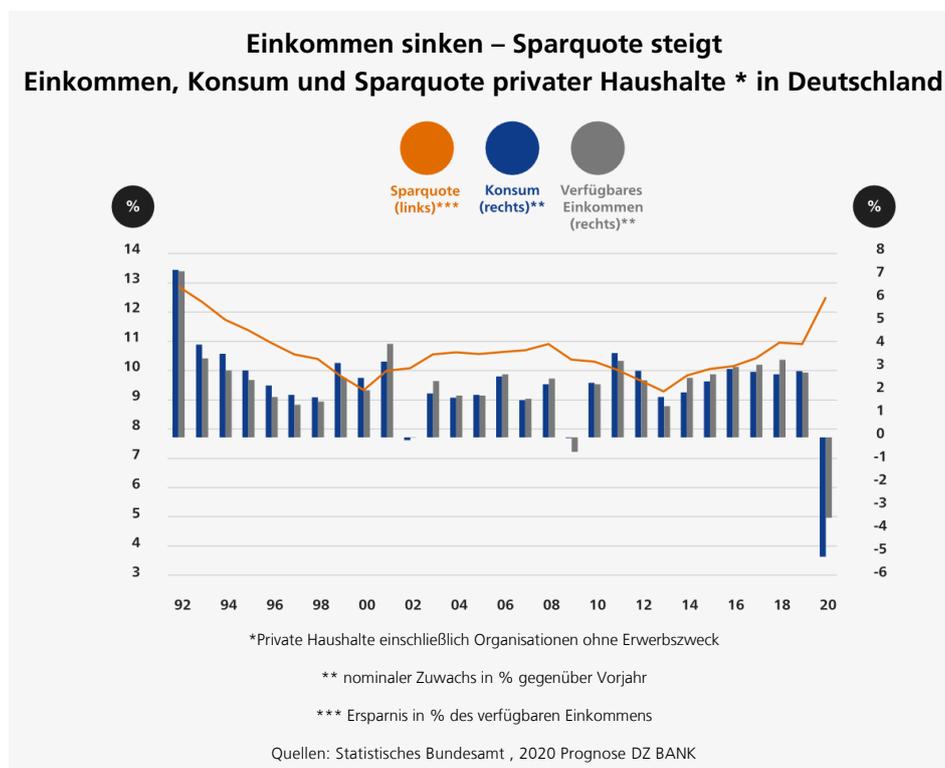
Die schlechtere Arbeitsmarktlage wird wiederum erhebliche Auswirkungen auf den privaten Konsum und damit auf die Wachstumsraten der großen westlichen Volkswirtschaften haben. Denn mit der rasant steigenden Zahl von Arbeitslosen und Kurzarbeitern sinken die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte schmerzhaft – auch hierzulande. Hinzu kommt wohl ein Dämpfer bei den Lohnsteigerungen. Daher dürfte sich die Konsumnachfrage nur relativ langsam erholen, selbst wenn der „Lockdown“ in einigen Ländern nun vorsichtig gelockert wird.

Als Folge der Unsicherheit und der daraus resultierenden Konsumzurückhaltung sollte sowohl in den USA und Großbritannien als auch in Kontinentaleuropa die Sparneigung tendenziell zulegen. Allerdings werden die Unternehmen in der aktuellen Lage umfangreiche Investitionen kaum in Betracht ziehen. Daher dürften die höheren Ersparnisse in vielen Ländern über Börsen oder Finanzintermediäre vor allem zur Finanzierung der explodierenden Staatsschulden verwendet werden.

Die damit bezahlten Fiskalmaßnahmen der Regierungen müssen sinnvoll eingesetzt werden, um die Wirtschaft vor einer konjunkturellen Abwärtsspirale zu bewahren. Klar im Vordergrund steht derzeit die Bekämpfung der Pandemie, von Arbeitslosigkeit sowie die Vermeidung von Unternehmensinsolvenzen. Wenn die Situation unter Kontrolle ist, werden auch – wie gerade in Deutschland durch die befristete Senkung der Mehrwertsteuer – noch konsumfördernde Maßnahmen ergriffen werden müssen.

### Ersparnis steigt – aber wohin mit dem Geld?

Die Folgen der Ausbreitung des Corona-Virus machen sich zunehmend auch im Sparverhalten der Deutschen bemerkbar. Nach unserer Einschätzung dürften die verfügbaren Einkommen in diesem Jahr um gut 1% sinken. Gleichzeitig bricht der private Konsum ein, sodass die Sparquote hierzulande auf voraussichtlich 12,5% steigt. Das wäre die höchste Sparrate seit 1992.



Allerdings wissen viele Privatanleger nicht, wohin mit ihrer Ersparnis. Bereits in den letzten Jahren verursachten die anhaltend niedrigen Zinsen bei den traditionell eher risikoscheuen Privathaushalten einen gewaltigen Geldanlagestau. Die coronabedingten Kurseinbrüche an den Aktienmärkten führten im März dann zu hohen Wertpapierverkäufen und Nettoabflüssen bei Investmentfonds. Das hat den Geldanlagestau weiter verschärft. Bis Jahresende dürfte der Anteil der in Form von Sichteinlagen und Bargeld zwischengeparkten Mittel auf voraussichtlich rund 30% des gesamten privaten Geldvermögens wachsen.

Gleichzeitig bremsen die extrem niedrigen, teils sogar negativen Zinsen sowie die Wertverluste bei Aktien und Fonds den Geldvermögensaufbau stark ab. Trotz einer historisch sehr hohen Sparquote wachsen die Geldvermögensbestände der privaten Haushalte in Deutschland in diesem Jahr voraussichtlich mit einem Plus von rund 2% nur unterdurchschnittlich auf einen Stand am Jahresende von rund 6,8 Billionen Euro.

### **Aus den Fugen – trotz Hilfen**

Die coronabedingte Krise führt zu einem weltweiten Wirtschaftseinbruch von historischen Ausmaßen. In vielen Ländern steigen die Arbeitslosenzahlen stark an, die Einkommen sinken. Zwar sorgen die Zentralbanken mit hohen Liquiditätsspritzen dafür, dass die Finanzmärkte funktionsfähig bleiben. Viele Unternehmen geraten dennoch durch die hohen Umsatzverluste in existenzielle Schwierigkeiten. Für die Anleger bleibt das Umfeld daher vorerst ausgesprochen unsicher.



# Immer schön vorsichtig

Der Goldpreis fliegt hoch, die Aktienmärkte erholen sich zügig

## MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

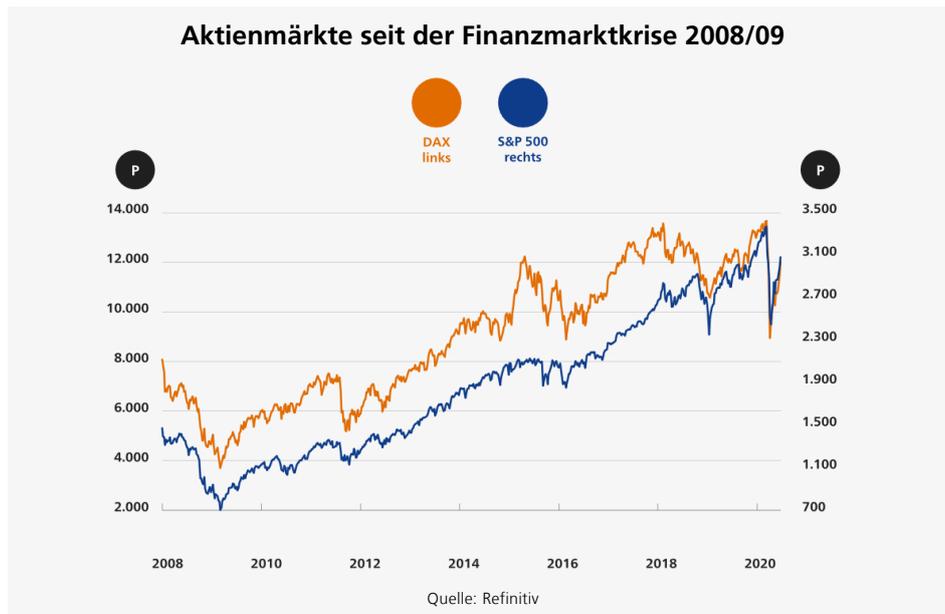
**Seit dem drastischen Kursrutsch des deutschen Leitindex im März bis auf 8.256 Punkte infolge der Lockdowns zahlreicher Volkswirtschaften kehrt nach und nach die Zuversicht zurück. Auch der Goldpreis ließ aufhorchen und kletterte zwischenzeitlich in Euro gerechnet auf ein Allzeithoch. Doch selbst das Edelmetall ist nicht vor Rückschlägen gefeit.**

### **Bei aller Zuversicht an den Aktienmärkten gilt: Risiken bedenken!**

Die Kurserholung des deutschen Blue-Chip-Index ist unter anderem auf das zeitnahe und beherzte Agieren der Notenbanken und Regierungen zurückzuführen. Die US-Notenbank hat nicht nur den Leitzins binnen weniger Wochen auf nahe null gesenkt, sie hat zusätzlich ein umfangreiches Wertpapierankaufprogramm auf die Beine gestellt. Auch die EZB stellt neben ihrem bereits bestehenden Ankaufprogramm (APP) zusätzliche Liquidität bereit. Und zwar in Form des Pandemic Emergency Purchase Programs (PEPP): Dessen Volumen hat sie mit dem Beschluss vom 4. Juni um 600 Mrd. Euro auf insgesamt nun 1.350 Mrd. Euro aufgestockt. Zum anderen sorgte in Deutschland und in anderen Ländern deutlicher Rückgang der Covid-19-Neuinfizierten dafür, dass die Ausgangsbeschränkungen allmählich gelockert und der Shutdown somit zurückgefahren werden konnte. Im Zuge dessen und der umfangreichen Konjunkturprogramme keimte Hoffnung auf, dass in Deutschland und im Euroraum im dritten Quartal 2020 eine Wirtschaftserholung eintritt. Diese Erwartungshaltung wird von den im Mai vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung befragten Analysten und Finanzmarktexperten geteilt. Ebenfalls zuversichtlicher zeigen sich die Unternehmer – so der ifo Index. Denn die Geschäftserwartungen der Firmenchefs sind nach dem Absturz im März und April nun deutlich gestiegen. Doch der Weg hin zur konjunkturellen Normalität ist steinig.

**Risiken für Rücksetzer an  
den Märkten bleiben  
bestehen – vor allem in Form  
einer zweiten Corona-Welle.**

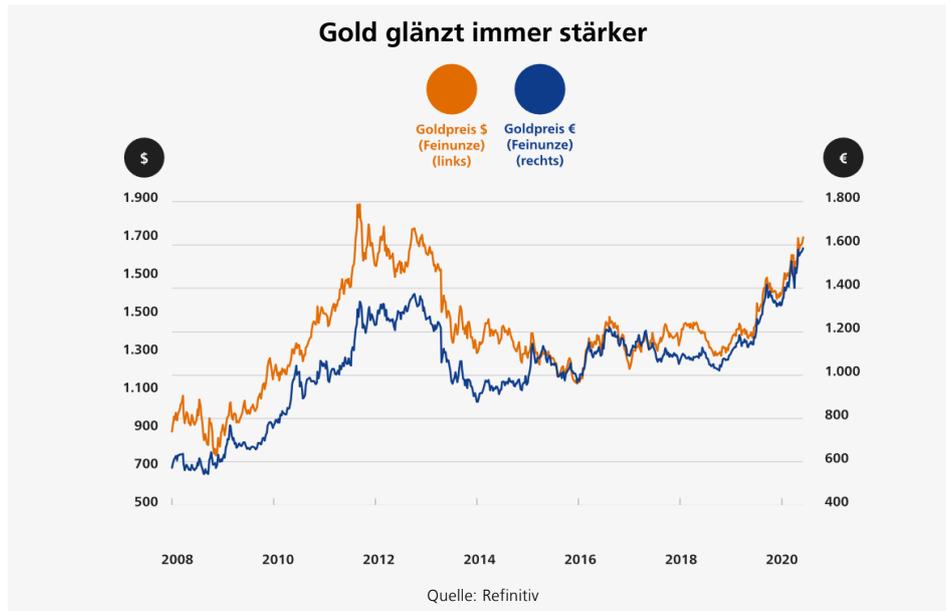
So hat sich zwar die Lage an den Finanzmärkten wieder beruhigt und die Erwartung eines v-förmigen Aufschwungs treibt die Kurse, doch sollten die Marktteilnehmer nicht blind auf eine Fortschreibung der Kurserholung setzen. Denn Risiken für Rücksetzer an den Märkten bestehen – vor allem in Form einer zweiten Corona-Welle, vor der Mediziner angesichts der in vielen Staaten vorgenommenen Lockerungen und der wegfallenden Reisebeschränkungen warnen. Gerade in den Schwellenländern Südamerikas, aber auch in den USA und Russland ist die Zahl der Neuinfizierten weiterhin hoch. Für die Schwellenländer ist die COVID-19-Krise eine immense Herausforderung. Die Wachstumsdynamik der Länder leidet sichtlich, gleichzeitig nimmt die Risikobereitschaft der Investoren ab. Was folgt, sind Kapitalabzug und geringere Investitionen. Letztlich drohen der fragilen Weltwirtschaft damit weitere Belastungen.



Die Volatilität an den Aktienmärkten wird wohl so lange hoch bleiben, bis man die Corona-Pandemie nachhaltig unter Kontrolle hat. Dafür ist aber ein Impfstoff oder zumindest ein Medikament vonnöten; beides wird auf absehbare Zeit noch nicht zur Verfügung stehen. Trotz jüngster Lichtblicke und politischer Hilfspakete für Unternehmen und Verbraucher bleibt das Marktumfeld also noch unsicher, sodass die deutsche Konjunktur ihr Vorkrisenniveau wohl noch nicht im Jahr 2021 erreichen dürfte. Die genannten fundamentalen Risiken sowie die Tatsache, dass die Bewertung des deutschen Aktienmarkts wieder hoch ist, sprechen auf Sicht der nächsten Monate für schwächere Notierungen.

## Gold dürfte zunächst pausieren

Der Goldpreis hat in diesem Jahr bereits – von Korrekturen abgesehen – eine beeindruckende Performance von rund 12% erzielt. Mit Notierungen von über 1.760 Dollar je Feinunze kletterte Gold zwischenzeitlich auf ein Siebenjahreshoch und erreichte in Euro gerechnet sogar ein neues Allzeithoch. Begünstigt wurde diese auch durch die umfangreichen Maßnahmen der Notenbanken, die auf die Zinsen und Renditen drücken. Die Renditen der US-Treasuries (zehn Jahre) sind zwischenzeitlich auf ein Allzeittief gefallen und lassen Gold als zinsloses Asset in neuem Glanz erstrahlen. Auch die Unsicherheiten rund um die Corona-Krise haben den Preis des gelben Edelmetalls beflügelt.



Nicht umsonst gilt Gold in stürmischen Zeiten als sicherer Hafen. Und so lange die Zentralbanken weltweit ihr monetäres Gaspedal durchgetreten halten und die Zinsen niedrig bleiben, ist die fundamentale Ausgangslage bei Gold solide. Allerdings ist auch der Goldmarkt keine Einbahnstraße. Über die Sommermonate dürfte der Preis für das Edelmetall sowohl wegen einer temporären Nachfrageschwäche bei den Zentralbanken und Juwelieren als auch aus saisonalen Gründen zunächst nachgeben.

**DZ BANK Prognosen**

	Index	31.12.2020	30.06.2021
Europa	Euro Stoxx 50	3.050	3.300
Deutschland	DAX	11.200	12.100
USA	S&P 500	2.800	2.900

Quelle: DZ BANK

**DZ BANK Prognosen**

	31.12.2020	30.06.2021
Goldpreis (Dollar je Feinunze)	1.700	1.750
Goldpreis in Euro	1.545	1.591

Quelle: DZ BANK

**Nicht zu euphorisch werden!**

An den Aktienmärkten wird die Zukunft gehandelt. Die Marktakteure setzen fest auf eine v-förmige Konjunkturerholung und blenden dabei fast zu sorglos mögliche Risiken aus. Rückschlagsgefahren könnten von einer zweiten Corona-Infektionswelle ausgehen. Ferner mahnt die inzwischen sehr hohe Bewertung der Aktienmärkte zur Vorsicht. Auch für das Gold erwarten wir zunächst eine Anstiegsphase, ehe es mit Blick auf die weiterhin sehr expansive Geldpolitik der Notenbanken und einer wieder steigenden Zentralbanknachfrage wieder aufwärtsgeht.



# Tief durchatmen

Wo der angespannte Aktienmarkt Chancen bietet

## ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

**Mit voller Wucht hat die Corona-Krise die Aktienmärkte getroffen. Aufseiten der Unternehmen zeigen sich die Auswirkungen in Form von sinkenden Gewinnen und Abstrichen bis hin zur Streichung der Dividenden der Unternehmen. Doch welche sind eigentlich die richtigen Parameter, um als Anleger einschätzen zu können, ob sich ein Investment auf lange Sicht lohnt? Und bieten sich am Aktienmarkt überhaupt noch Möglichkeiten?**

Eine erste Kostprobe, wie stark die Schäden durch den Corona-Shutdown für die Unternehmen sind, lieferten die Berichte für das erste Quartal, obwohl die volle Wucht des Lockdowns maßgeblich im März spürbar war. Die Nettogewinne der DAX-Firmen brachen um 40% ein. Für die im Euro Stoxx 50 gelisteten Unternehmen ging es um 30% bergab. In den USA zeigt sich ein etwas anderes Bild: Die Gewinne im S&P 500 schrumpften um 13%, im Nasdaq-100 stiegen sie hingegen um 3% an. In beiden Indizes dominieren die „Big 5“-Technologietitel: Microsoft, Alphabet, Apple, Amazon und Facebook kommen auf ein Indexgewicht von 45% im Nasdaq-100 und auf fast 25% im S&P 500. Dazu gesellen sich in beiden Indizes diverse gewinnstarke Unternehmen, wie Cisco, Paypal, Costco, Intel oder PepsiCo, die die Krise bisher stabil durchschiffen haben.

Dass der Aktienmarkt bislang nicht noch stärker eingebrochen ist, ist unter anderem der schnellen Reaktion der Notenbanken und Regierungen zu verdanken. Hinzu kam, dass die Investoren und Händler durch die Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise 2008/09 adäquat reagierten. Nicht zuletzt begünstigte in den USA die hohe Gewichtung von Technologietiteln, die die US-Aktienmärkte stabilisieren – mit positiver Wirkung auch auf den deutschen Aktienmarkt. Allerdings ist die Divergenz enorm.

Die Gewinne der DAX-Unternehmen dürften in diesem Jahr über 50% einbrechen. Dies wäre mehr als in früheren Rezessionen, in denen die Gewinne durchschnittlich um ein Drittel zurückgingen. Viele Aktionäre bangen jetzt um die Dividendenzahlungen, die die meisten Unternehmen zwar aufrechterhalten. Allerdings hat auch ein Viertel der Unternehmen in Europa bekannt gegeben, die Dividende zu streichen oder auszusetzen. Einer von uns jüngst erstellten Studie zufolge dürfte sogar über ein Drittel der Dividendenzahlungen wegfallen. Zwar hat eine Reduktion oder Streichung der Dividende immer einen Vertrauensverlust zur Folge, aber in der Krise führt bei vielen Unternehmen kein Weg daran vorbei, um die Liquidität zu sichern und die Bilanz zu stärken.

**Welle von Dividendenstreichungen rollt über die Aktienmärkte**  
**Stoxx 600: Dividendenstreichungen und -kürzungen**  
**nach Sektoren und Ländern**

Rang	Sektor	Anteil Dividende gestrichen	x von y Untern.	Ø Senkung Dividenden-schätzungen 2020 seit 19.02.2020	Auswirkung Reduzierung + Streichung Ausschüttung 2020 (absolut + in %)	
1	Banken	68%	30 / 44	-52,7%	-49.190	-84%
2	Industrie	50%	51 / 103	-25,7%	-18.390	-53%
3	Reise & Freizeit	44%	8 / 18	-52,4%	-3.959	-68%
4	Medien	40%	6 / 15	-31,0%	-2.370	-44%
5	Einzelhandel	40%	12 / 30	-18,3%	-7.288	-60%
6	Haushaltsgüter	38%	14 / 37	-30,6%	-9.141	-26%
7	Bau	32%	6 / 19	-16,6%	-3.550	-37%
8	Auto	31%	4 / 13	-52,1%	-8.161	-63%
9	Nahrungsmittel	29%	7 / 24	-18,3%	-5.320	-25%
10	Technologie	28%	9 / 32	-13,5%	-2.582	-31%
11	Grundstoffe	28%	5 / 18	-22,8%	-4.718	-24%
12	Versicherung	23%	8 / 35	-8,5%	-5.863	-19%
13	Finanzdienstleister	20%	6 / 30	-5,3%	-1.859	-21%
14	Chemie	17%	4 / 23	-7,7%	-1.213	-12%
15	Immobilien	16%	6 / 37	-10,0%	-3.091	-33%
16	Gesundheit	13%	7 / 53	39,4%	-3.128	-8%
17	Versorger	11%	3 / 28	-6,8%	-4.187	-17%
18	Öl & Gas	9%	2 / 22	-29,3%	-12.717	-29%
19	Telekom	5%	1 / 19	11,5%	-2.561	-14%
<b>Stoxx600</b>	<b>Mittelwert / Summe</b>	<b>32%</b>	<b>189 / 600</b>	<b>-18,5%</b>	<b>-149.288</b>	<b>-36,6%</b>

Rang	Land	Anteil Dividende gestrichen	x von y Untern.	Ø Senkung Dividenden-schätzungen 2020 seit 19.02.2020	Auswirkung Reduzierung + Streichung Ausschüttung 2020 (absolut + in %)	
1	Schweden	56%	27 / 48	-12,7%	-10.688	-63%
2	Luxemburg	50%	3 / 6	-29,7%	-1.144	-61%
3	Großbritannien	43%	62 / 143	-28,1%	-40.237	-39%
4	Frankreich	43%	34 / 80	-21,9%	-30.234	-45%
5	Norwegen	40%	6 / 15	-20,4%	-4.488	-46%
6	Polen	38%	3 / 8	-37,7%	-1.182	-51%
7	Irland	36%	4 / 11	-12,7%	-667	-29%
8	Italien	29%	8 / 28	-13,0%	-7.043	-38%
9	Niederlande	26%	8 / 31	-13,1%	-16.428	-60%
10	Spanien	24%	6 / 25	-26,1%	-12.152	-49%
11	Belgien	19%	3 / 16	-9,7%	-3.279	-39%
12	Dänemark	14%	3 / 21	-16,6%	-1.626	-21%
13	Deutschland	14%	10 / 73	-23,9%	-10.158	-21%
14	Finnland	12%	2 / 17	-12,2%	0	0%
15	Schweiz	11%	6 / 53	28,7%	-4.909	-10%
16	Österreich	10%	1 / 10	-29,2%	-918	-32%

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## **Noch im Auge des Taifuns?**

Vorerst bleibt die Lage also angespannt, obwohl an den Aktienmärkten zuletzt Ruhe eingekehrt ist. Anleger müssen sich auf eine deutlich erhöhte Volatilität einstellen. Keinesfalls werden die Kurse in den kommenden Monaten nur noch nach oben klettern. Möglich ist zudem ein Anstieg der Infektionen infolge der derzeitigen Lockerungen seitens der Staaten. Wahrscheinlicher als ein erneuter Lockdown auf Staatenebene sind jedoch regionale und befristete Einschränkungen, mit negativen Auswirkungen auf die private Konsumfreude. Auch die jeweilige Nachrichtenlage zu den Einschränkungen und Lockerungen wird immer wieder auf die Märkte wirken.



Wie die Jahre 2020 und 2021 verlaufen werden, ist seriös nicht absehbar. Zwar können Virologen anhand neuer Studien Vorhersagen treffen. Wie die Pandemie auf die Wirtschaft oder gar auf die Aktienmärkte wirkt, hängt allerdings von weiteren Weichenstellungen ab. Wie reagiert die Politik auf die Empfehlungen der Wissenschaftler? Welche Freiheiten bekommen die Unternehmen? Wie verhalten sich Konsumenten? Wie werten Investoren? All dies sind nur einige der Fragen, auf die derzeit Antworten gesucht werden.

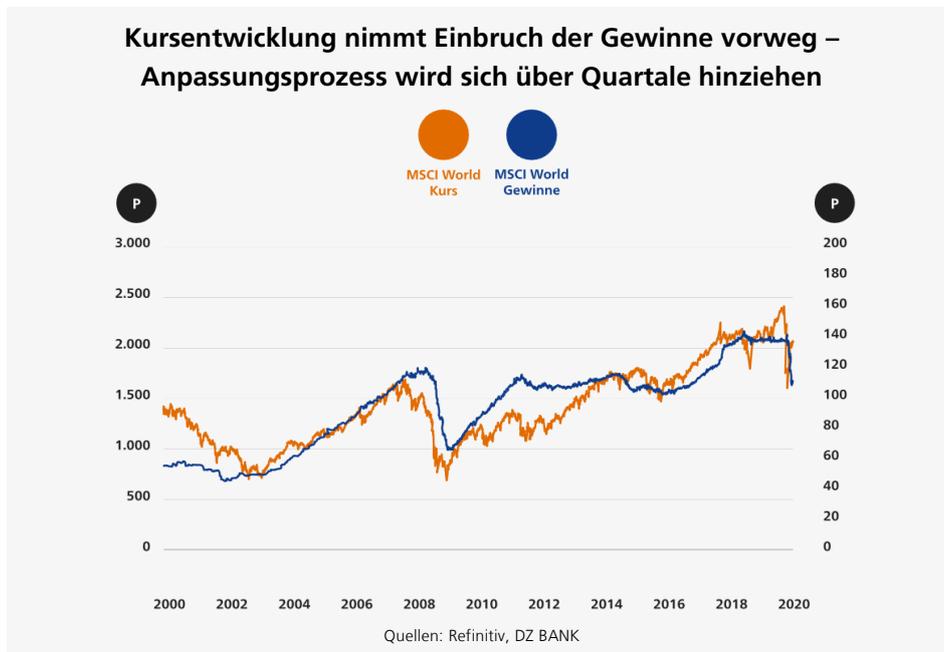
## **Was wirklich zählt**

Marktteilnehmer neigen dazu, akute Ereignisse zu überschätzen. Allerdings ist der letzte gehandelte Marktpreis keine geeignete Messgröße zur Bestimmung des fairen Wertes einer Aktie. Auch kurzfristige Wirtschaftsabschwünge sind nicht besonders wichtig. Was in den Modellen zur Aktienbewertung zählt, ist die langfristige Perspektive, denn Unternehmen suchen langfristigen Erfolg. Und mit dieser Sicht sollten Aktienanlagen angegangen werden – idealerweise unter der Prämisse der Unendlichkeit. Der faire oder innere Wert eines Unternehmens basiert auf den Barwerten der abdiskontierten freien Mittelzuflüsse, der „Cashflows“, über die nächsten zehn, 20 und 30 Jahre hinweg. Vorausgesetzt, dass sich weder das langfristige Umfeld für die Unternehmen betriebswirtschaftlich ändert (beispielsweise im Hinblick auf Relevanz oder Preissetzungsmacht) noch volkswirtschaftlich gegenläufige Effekte (Stichworte geringere Einkommen und Deglobalisierung) eintreten, gilt: Je weiter die Zukunft geschätzt wird, desto geringer ist der Einfluss der Corona-Pandemie.

## **Wie geht es langfristig weiter?**

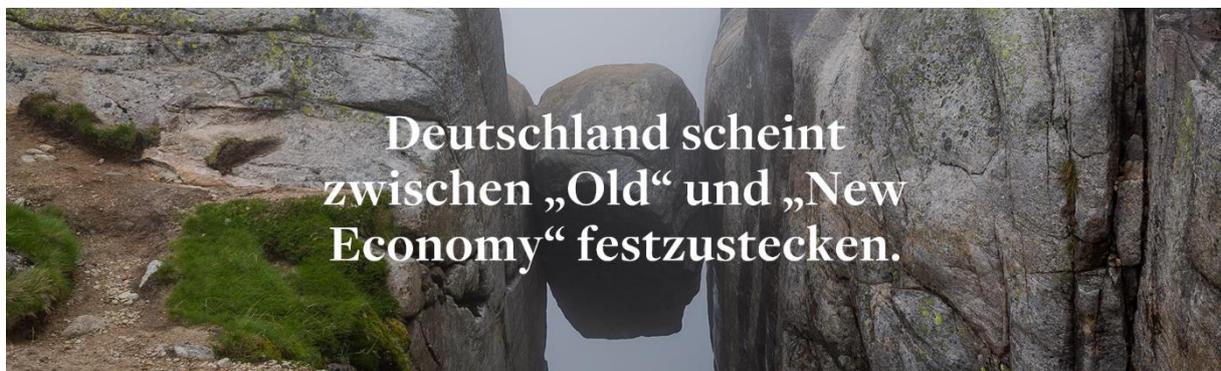
Langfristige Treiber für die Aktienmärkte sind Gewinnwachstum, Dividenden, Inflation und Zinsen. Dazu kommt die Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken – wichtig für die Marktstimmung und das „Marktmomentum“. Angenommen, es herrscht weiterhin ein freundliches Liquiditäts- und Zinsumfeld und die Inflation bleibt in einem für Aktien neutralen Bereich (historisch zwischen minus 4% und plus 8% liefen Aktien immer gut), liegt vieles am Gewinnwachstum und Dividenden. Letztgenannte sind für 2020/21 in Gefahr, das heißt, es wird deutlich weniger gezahlt werden als in der Vergangenheit. Auch Aktienrückkäufe treiben weniger stark an, wengleich diese in Europa geringer ausfielen als in den USA. Das Gewinnwachstum fällt einige Quartale schwächer aus, zieht dann aber deutlich an. Auf Sicht von zehn Jahren sollten die Aktienmärkte moderat steigen können, allerdings mit weniger Kursdynamik als in der vergangenen Dekade. Die 11% pro Jahr Kursentwicklung, die wir zwischen Ende 2009 und Ende 2019 an den US-Aktienmärkten gesehen haben, werden sich kaum wiederholen können. Realistischer er-

scheinen uns 5% bis 7% jährlich. Ein langfristiges Risiko für Unternehmen bleibt – neben den bereits erläuterten (gestiegenen) Pandemierisiken – insbesondere steigende Steuern zur Finanzierung der hohen Neuverschuldung der Staaten. Außerdem könnten sich die Unternehmen stärker verschulden. Somit würde sich die Anfälligkeit gegenüber steigenden Zinsen erhöhen.



### Für Technologie-Aktien gelten andere Regeln

Wachstumstrends scheinen durch den Corona-Shutdown wie im Zeitraffer um einige Jahre vorgezogen zu werden: allen voran der verstärkte Technologieeinsatz, der digitale Zahlungsverkehr, (medizinisches) Testing sowie Cloud-Computing und Werbung über Social Media und nicht zuletzt neue Mobilitäts- und Arbeitszeitmodelle. In dieser Umgebung fühlen sich viele Tech-Unternehmen wohl und versuchen verstärkt, der stationären Konkurrenz weitere Marktanteile abzuringen. So gewann Paypal im April sieben Millionen Neukunden hinzu. Amazon investierte im ersten Quartal 2020 mehrere Milliarden US-Dollar in den weiteren Ausbau des Versandgeschäfts und Facebook erreichte Ende April knapp 40% der Weltbevölkerung über die eigenen Produkte.



Das Wachstum der Technologiekonzerne gibt dem Gewinnwachstum eine Sonderkonjunktur. Leider gelten diese Trends maßgeblich für die USA und China, nicht für Europa. Und Deutschland scheint zwischen „Old“ und „New Economy“ festzustecken. Hierzulande gibt es viele Marktführer in Nischenmärkten, aber keine Weltmarktführer in den stark wachsenden Technologiebranchen. Eine Ausnahme sind die deutschen Automobilkonzerne als Markenartikler, die aber strukturell gefordert werden. So könnte die Investitionsoffensive rund um den Elektroantrieb in Anbetracht des stark gefallen Rohölpreises unter Druck geraten. Die Kunden werden mit den Füßen abstimmen. Verlierer der Corona-Krise, auch außerhalb Deutschlands, sind insbesondere Einzelhandelsunternehmen, Touristik/Freizeit, Luftfahrtgesellschaften und Erdölunternehmen, ebenso wie alle Unternehmen rund um den Bereich Flugzeugindustrie.

### **Sind Aktien zu teuer?**

Zwar notieren die Kurse unter den alten Höchstständen, die Bewertung schießt allerdings in die Höhe, weil die Gewinne und Gewinnerwartungen stark fallen. Seit dem Hoch im Februar wurden die Gewinn-schätzungen für das Jahr 2020 bereits über 20% reduziert und dieser Trend sollte anhalten. Der S&P 500 notiert mit einem KGV von 19,2 – so teuer wie seit 2002 nicht mehr. Das DAX-KGV liegt mit 16 zwar niedriger, allerdings ist die Bewertung in den letzten Wochen um 50% angestiegen. Relativieren wird sich die aktuell hohe Bewertung erst, wenn die alten Gewinnhochs wieder erreicht werden. In Phasen fallender Unternehmensgewinne ist es sinnvoll, stärker auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) als das KGV zu schauen. Zum Basis-KBV ist der deutsche Markt rund 20% unterbewertet. Nicht so günstig ist der US-Markt (S&P 500): Das liegt aber auch an der hohen Gewichtung der Technologieunternehmen, bei denen der (materielle) Buchwert nur eine untergeordnete Rolle spielt.

### **Keine Wirkung ohne Nebenwirkung**

Die Erkenntnisse aus unserer Analyse früherer Aktienmarktzyklen in Deutschland und den USA würden uns zu der Annahme führen, dass das bisherige Kurshoch im DAX von knapp 13.900 Punkten erst 2024 erreicht wird. Hingegen lassen das Ausmaß der bisher erlebten Kurserholung sowie die schiere Flut an Liquidität von Notenbanken und Regierungen vermuten, dass es diesmal schneller geht. Selbst wenn der Weg dorthin sicher nicht geradlinig verlaufen wird und wir für nächste Zeit mit Rückschlägen rechnen, könnte der DAX schon nächstes Jahr das alte Hoch anvisieren. Auslöser für Rückschläge findet man ebenfalls in der Vergangenheit. Zieht man die „Spielregeln“ elementarer Krisen der letzten 20 Jahre heran, sind unternehmensseitige Kosteneinsparungen, Entlassungen, Insolvenzen, Liquiditätsengpässe, Investitionskürzungen, Verwerfungen bei Fonds, erhöhte Kreditausfälle, Kürzungen von Dividenden und Aktienrückkäufen, enttäuschende Rettungsprogramme, negative Vermögenseffekte, ein Aufleben des Handelskriegs der USA mit China oder die Angst vor einer Rückkehr der Corona-Pandemie heiße Kandidaten.

Als Anleger umgeht man den Stress an den Aktienmärkten am besten, indem man einige Jahre vorausschaut und nicht einige Quartale, was „Zeitarbitrage“ genannt wird. Wer über Barreserven verfügt, sollte diese in den kommenden Quartalen weiter abbauen und in die Märkte investieren. Aber Vorsicht: Ein „All-in“ empfiehlt sich in Anbetracht der unsicheren Pandemieentwicklung nicht, besser ist eine Streuung über mehrere Länder und Indizes.

Das strukturelle Interesse der Anleger an Aktien und Fonds dürfte 2020 (bisher) keinen Dämpfer wie in den Crashes 2000/02 und 2008/09 erlitten haben. Sollten die Indizes zum Jahresende bei minus 10% bis minus 20% stehen, werden das viele Anleger verkraften können nach den guten Jahren mit hohen Erträgen. Nicht zuletzt, weil es an Anlagealternativen mangelt. Der Kundentrend dürfte noch viel stärker in Richtung passiver Anlagen (ETFs) gehen, weil sich Indizes wie der Nasdaq-100 und der S&P 500 so gut gehalten haben, viele aktive Fonds aber danebenlagen. Kunden, die auf Dividendenstrategien setzten, wurden bisher nicht enttäuscht, wenn der Mix im Portfolio vernünftig gestreut war.

# Die Rolle der Medizintechnik in Zeiten der Corona-Pandemie

EMITTENTEN-INTERVIEW

(vom 4. Juni 2020)

**Thomas Fischler, Head of Treasury & Investor Relations, Drägerwerk AG & Co. KGaA, gibt Auskunft darüber, welche Art von Medizinprodukten derzeit besonders gefragt sind, ob es bei der Produktion von Masken wirklich nur um die Kosten geht und was es mit globalen Lieferketten eigentlich auf sich hat.**

**Drägerwerk AG & Co KGaA ist ein börsennotiertes Unternehmen, das Geräte und Systeme in den Bereichen Medizin- und Sicherheitstechnik entwickelt, produziert und vertreibt.**

Die in diesem Interview geäußerten Meinungen müssen nicht mit der Meinung des DZ BANK Research übereinstimmen

**Friedrich: Die Pandemie hat gezeigt, wie wichtig im Krisenfall eine ausreichende Versorgung mit medizinischen Gütern ist. Ist Deutschland gut gerüstet?**

**Thomas Fischler:** Also, wie gut Deutschland gerüstet war, wird sich wohl wahrscheinlich erst am Ende der Pandemie wirklich mit Sicherheit beurteilen lassen. Allerdings hat meines Erachtens die Bundesregierung sehr wohl sehr umsichtig und auch sehr schnell auf die Pandemie reagiert. So haben wir hier bei Dräger zum Beispiel sehr schnell und unbürokratisch für unsere Mitarbeiter sogenannte Unabkömmlichkeitsbescheinigungen ausgestellt bekommen, insbesondere für die Service-Mitarbeiter sehr wichtig, dass sie trotz der bestehenden Reisebeschränkungen oder ähnlichem zu den Kunden, zu den Krankenhäusern, kommen konnten, um eben diese wichtige Tätigkeit wie dem Service ausführen zu können. Anderes Beispiel: Das Bundesgesundheitsministerium hat auch am Anfang der Pandemie, als es sichtbar war, dass wir hier ein ernstes Thema bekommen könnten, sehr schnell bei uns 10.000 Intensivbeatmungsgeräte bestellt, um eine entsprechende Versorgungssicherheit zu gewährleisten. Und das ist in meinen Augen schon ein sehr schnelles und entschlossenes Vorgehen, das sich insbesondere in Anbetracht der Lieferengpässe, die mittlerweile auf dem globalen Markt für Beatmungsgeräte besteht, als sehr richtig erwiesen hat.

**Friedrich: Welche und wie viele Ihrer medizintechnischen Produkte werden in der Corona-Krise benötigt?**

**Thomas Fischler:** Covid-19-Erkrankungen gehen einher mit einer Infektion der Atemwege und bei schweren Verläufen auch der Lunge. Und in diesen Fällen ist häufig auch die Beatmung mit einem entsprechenden Intensivbeatmungsgerät erforderlich. Dräger ist Weltmarktführer für Intensivbeatmungsgeräte und daher haben wir aktuell eine sehr hohe Nachfrage nach diesen Geräten. Aber mit dem Beatmungsgerät ist es natürlich nicht getan, denn zur Versorgung des Patienten ist natürlich auch das entsprechende Verbrauchsmaterial vonnöten. Das sind die Schläuche, das sind die Sensoren in den Beatmungsgeräten oder eben die Atemmasken am Patienten. Und in vielen Fällen reden wir auch über den Aufbau von ganzen Intensivkapazitäten. In diesen Fällen ist ebenfalls erforderlich ein Patienten-Monitoring, ein Monitor zum Anzeigen der vitalen Parameter der Patienten, bis hin zu der Infrastruktur, die erforderlich ist, also Deckenversorgungseinheiten oder Wandversorgungseinheiten.

**Friedrich: Viele Medizingüter werden heute in China produziert. Warum ist das so und könnte sich das ändern?**

**Thomas Fischler:** Ja, bei der Abhängigkeit von China muss man differenzieren. Denn ich denke, hier ist die öffentliche Wahrnehmung, wenn es darum geht, ob eine Abhängigkeit bei medizintechnischem Gerät besteht, vielleicht nicht immer ganz richtig. Denn nehmen wir mal zum Beispiel die Intensivbeatmungsgeräte: Dort sind die wesentlichen Player auf dem Markt europäische Unternehmen. Und auch die Produktion ist zum ganz überwiegenden Teil innerhalb von Europa. Anders sieht das natürlich dabei aus bei den globalen Lieferketten, die existieren. Ein solches Gerät (Beatmungsgerät) hat über 500 Teile. Die kommen bei uns jedenfalls von über 120 Lieferanten, die auf der ganzen Welt verteilt sind. Und gerade aktuell unterliegen diese globalen Lieferketten einem großen Risiko durch protektionistische Politik. Sollten die Lieferketten reißen, dann führt das dazu oder kann dazu führen, dass die Produktion stillsteht und in diesem Fall bekommt natürlich keiner mehr ein Beatmungsgerät. Diese globalen Lieferketten sind auch nicht von heute auf morgen zu ändern, denn die Lieferanten sind Teil der Zertifizierung der Abnehmerländer. Und wenn sie einen Lieferanten verändern, dann kann es dazu führen, dass sie auch die entsprechende Zulassung verändern. Daher sind Veränderungen der Lieferkette nicht schnell realisierbar.

**Friedrich: Wie viel teurer wäre es konkret, Atemmasken in Deutschland statt in China herzustellen?**

**Thomas Fischler:** In Anbetracht der Bedeutung der Atemmasken – wie die FFP-Masken – sollte meines Erachtens nicht die Kostenfrage im Vordergrund stehen. Die ist vernachlässigbar. Sondern mehr die Frage nach der Versorgungssicherheit. Und wir haben gesehen, dass gerade zu Beginn der Pandemie Handelsbarrieren sehr schnell hochgezogen wurden. Und der Export von FFP-Masken und vergleichbaren Atemmasken war dann sehr schnell untersagt und nicht mehr möglich. Daher erwarten wir verstärkt den Aufbau von lokalen Produktionskapazitäten für diese FFP-Masken. Und das lässt sich auch mit überschaubaren Investitionen bewerkstelligen. So bauen wir aktuell in den USA eine Fertigung für die Masken auf, die exklusiv an die US-Regierung geliefert werden. Ähnliche Projekte sind natürlich auch für andere Länder sehr einfach umsetzbar. Die Investitionen für Dräger bewegen sich in einem niedrigen zweistelligen Millionen-Euro-Bereich. Und bei entsprechender Auslastung der Maschinen hat sich das sehr schnell amortisiert.

**Friedrich: Was haben Sie gedacht, als der US-amerikanische Präsident General Motors dazu verpflichtet hat, Beatmungsgeräte zu produzieren?**

**Thomas Fischler:** Ja, grundsätzlich ist das zu begrüßen, dass die aktuelle humanitäre Notlage auch mit ungewöhnlichen Mitteln bekämpft wird. Der Mehrwert einer solchen Kooperation zwischen einem Industrieunternehmen und einem Hersteller von Beatmungsgeräten liegt im Wesentlichen in der Bereitstellung von Fertigungskapazitäten aufseiten eines Industrieunternehmens wie GM oder anderen Autoherstellern. Das kann Sinn machen. Allerdings ist für die Produktion eines hochwertigen Intensivbeatmungsgeräts sehr viel Know-how erforderlich. Und wir machen das halt schon seit 130 Jahren und haben entsprechend sehr viel Know-how in diesem Bereich. Und die Kooperation mit einem branchenfremden Unternehmen da werden dann eher sehr einfache Geräte nachgebaut, die nicht für den Einsatz oder nicht für den dauerhaften Einsatz in der Intensivmedizin gedacht sind. Diese Geräte werden aktuell auch benötigt, bei zum Beispiel leichten Verläufen der Krankheit können die eingesetzt werden. Aber auf Dauer wird man sie sicherlich nicht auf der Intensivstation zum Einsatz bringen können.

**Friedrich: Wie stellen Sie in diesen Zeiten sicher, dass Sie bei Dräger arbeitsfähig und gesund bleiben?**

**Thomas Fischler:** Bei Dräger verfolgen wir da ein differenziertes Vorgehen – je nachdem, was erforderlich ist. Wir haben im Bürobereich die üblichen Hygienekonzepte wie Abstand halten, keine Hände schütteln, nur einer im Fahrstuhl; die Kantine hat besondere Abstandsregeln eingeführt etc. Das kennt man aus allen anderen Unternehmen auch. Und natürlich wird auch sehr viel mobil gearbeitet. Das geht natürlich nicht für die Mitarbeiter, die zum Kunden müssen, insbesondere im Service. Die Service-Mitarbeiter haben wir mit entsprechender Schutzausrüstung ausgestattet und natürlich auch entsprechende Hygienekonzepte entwickelt. Und auch die Kunden selbst haben natürlich entsprechende Hygienekonzepte, die eingehalten werden. In der Produktion haben wir weitreichendere Maßnahmen ergriffen. So haben wir bestimmte Zutrittsbeschränkungen: Also da kommt wirklich auch nur rein, wer rein muss in die Gebäude. Bei Eintritt ins Gebäude gibt es eine Fiebmessung und wir arbeiten in Produktionsteams, die auch nicht gemischt werden, sodass wir, wenn wir einen Infektionsfall haben, das lokalisierbar und eingrenzbar ist. Und bisher – toi, toi, toi – hat das alles sehr gut funktioniert.

# B<sup>3</sup>

## Bestes aus Bielmeiers Blog

### DZ BANK BLOG

**Im Internet finden Sie den Experten-Blog unter [www.bielmeiersblog.dzbank.de](http://www.bielmeiersblog.dzbank.de).  
Als App können Sie sich Bielmeiers Blog für alle gängigen mobilen Endgeräte herunterladen.**

#### **1. Das Ende der Zinsen? (vom 5. Juni 2020)**

Zinsen gab es schon lange vor Christi Geburt, vermutlich gibt es sie seit die Menschen systematisch wirtschaften und Handel treiben. Heute scheint es, als ob diese vieltausendjährige Geschichte der Zinsen an ihr Ende gekommen ist. Der Zins wird zu Grabe getragen von den Zentralbanken. So liegt der durchschnittliche Leitzins in den G10-Staaten derzeit bei gerade einmal 0,05 Prozent. Vielfach haben wir es derzeit sogar mit Negativzinsen zu tun – etwas, das von den Ökonomen bis vor kurzem nur für ein theoretisches Konstrukt gehalten wurde.

Wie kommt es zu diesem Ausnahmezustand, und wie lange wird er andauern? Die Nullzinsen sind nur der Endpunkt eines Abwärtstrends, der schon seit den 1980er Jahren andauert. Dem zugrunde wiederum liegt eine lang anhaltende Abwärtsbewegung bei den Inflationsraten, die in den meisten Ländern ziemlich synchron zu beobachten ist. Es gibt eine ganze Reihe von Erklärungsversuchen für die sinkenden Inflationsraten – etwa die zunehmende Globalisierung, die demografische Alterung in vielen Gesellschaften, den wirtschaftlichen Strukturwandel von der Industrie- zur Dienstleistungsgesellschaft oder auch den Erfolg der Geldpolitik selbst. Denn der gewonnene Kampf gegen die hohen Inflationsraten der Vergangenheit hat die niedrigen Zinsen erst möglich gemacht.

Das neue Zinsumfeld führt auch zu einer neuen Balance zwischen Schuldner und Gläubiger. Kapital und Liquidität sind überreichlich vorhanden, Ausfallrisiken scheinen an den Märkten keine große Rolle mehr zu spielen. Ob und wie lange das alles so bleiben kann, hängt auch davon ab, ob mit einer Rückkehr der Inflation zu rechnen ist.

## **2. Konjunkturpaket in Deutschland setzt die richtigen Akzente (vom 4. Juni 2020):**

Das neue Konjunkturpaket der großen Koalition stellt angesichts der unterschiedlichen Positionen sowohl zwischen und auch innerhalb der einzelnen Parteien alles in allem einen guten Kompromiss dar. Dass man sich nicht auf die „Abwrackprämie 2.0“ eingelassen hat und stattdessen auf eine befristete Mehrwertsteuersenkung setzt, ist die richtige Entscheidung. Nicht der Lobbyismus hat sich hier durchgesetzt, sondern die ökonomische Vernunft. Mit dieser Maßnahme werden sämtliche größeren Anschaffungen unterstützt, natürlich auch der Kauf von Autos. Aber es wird eben nicht eine Branche bevorzugt behandelt. Es ist eine einfache und schnell wirkende Maßnahme, die zudem noch einen gewünschten Verteilungseffekt hat. Denn die Belastung durch die Verbrauchssteuern ist für die Haushalte mit niedrigeren Einkommen am höchsten.

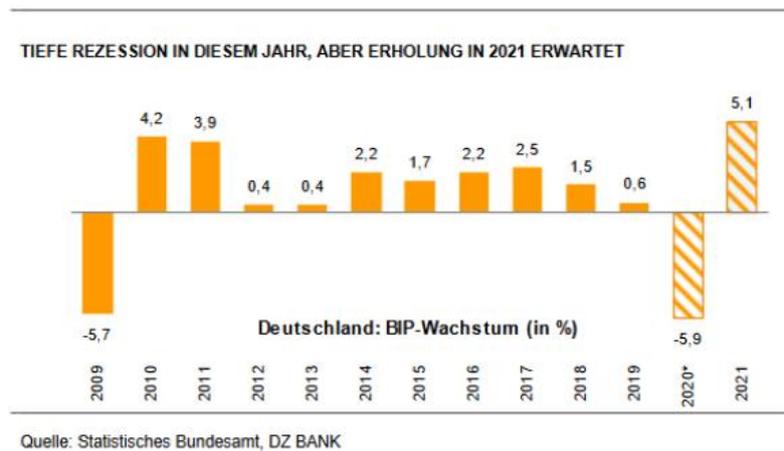
Auch die verschiedenen steuerlichen Maßnahmen zugunsten der Unternehmen sind zu begrüßen. Unter anderem wurden die Möglichkeiten des steuerlichen Verlustrücktrags und die Abschreibungsmöglichkeiten erweitert. Die Senkung der EEG-Umlage auf den Strompreis ab 2021 hilft Unternehmen und Haushalten. Auch das ist ein gutes Signal, ebenso wie die Entlastung für die Kommunen bei den Gewerbesteuerausfällen.

Dass man von dem schon vorher versprochenen „Kinderbonus“ nicht mehr herunterkam, war zu befürchten. Das ist die vielzitierte Gießkanne, der Effekt auf den Konsum wird zu vernachlässigen sein. Hier wäre eine gezieltere Hilfe für bedürftige Haushalte besser gewesen, aber das ließ sich wohl in der Kürze der Zeit nicht umsetzen.

Insgesamt sollte man das Programm aus ökonomischer Sicht also begrüßen. Es hat mit knapp 4 Prozent vom Bruttoinlandsprodukt ein erhebliches Volumen und sollte einen spürbaren Schub für die Konjunktur bringen. Das bedeutet, dass wir auch unsere Konjunkturprognose für Deutschland anpassen. Bislang waren wir zwar auch schon von einer konjunkturellen Stimulierung ausgegangen, schließlich war sie von der Bundesregierung ja bereits seit dem Frühjahr in Aussicht gestellt worden. Das nun vorgestellte Konjunkturpaket übertrifft unsere Erwartungen allerdings, sodass wir unsere Wachstumsprognose für Deutschland anheben werden. Der zusätzliche Impuls für das Bruttoinlandsprodukt beträgt für das Jahr 2020 ungefähr  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte, für 2021 rund  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt.

Der private Konsum wird in der zweiten Jahreshälfte 2020 durch die niedrigere Verbrauchssteuer stimuliert. Größere Anschaffungen werden getätigt werden, sicherlich zum Teil auch vorgezogen aus dem Jahr 2021. Daher wird es im ersten Quartal des nächsten Jahres einen gewissen Rückprall geben. Der Nettoeffekt der Mehrwertsteuersenkung dürfte jedoch eindeutig positiv ausfallen und könnte den privaten Konsum um rund einen Prozentpunkt höher ausfallen lassen.

Durch die erwarteten Preissenkungen wird auch die Inflationsrate in der zweiten Jahreshälfte sinken. Sie wird sich ab Juli vermutlich zwischen -1 und -2 Prozent bewegen, im zweiten Halbjahr 2021 aber aufgrund des Basiseffektes auch entsprechend höher liegen (zwischen 2,5 und 3,5 Prozent).



Die Investitionsausgaben von Unternehmen und Staat werden aufgrund der steuerlichen Maßnahmen und der Zuschüsse zu den kommunalen Investitionen ebenfalls höher ausfallen als bislang veranschlagt. Sowohl Ausrüstungs- als auch Bauinvestitionen dürften vor allem 2021 profitieren. Insgesamt gehen wir für das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr von einem Minus von 5,9 Prozent aus (vorher -6,6 Prozent), für 2021 erwarten wir eine Zuwachsrate von 5,1 Prozent (vorher 4,8 Prozent).

### **3. Schulden sind nicht die Lösung für alles (vom 22. Mai 2020)**

Die Welt durchläuft die tiefste Krise in der Nachkriegsgeschichte. Doch der Gaube, dass man mit Geld oder mit Schulden alle Probleme lösen kann, hat sich offenbar festgesetzt. So scheint es vielfach kaum noch Hemmungen und kein Überlegen mehr zu geben. Alle Probleme sollen mit schuldenfinanzierten Ausgaben gelöst werden. Diese Überzeugung spiegelt sich auch im neuen Plan von Merkel und Macron wider. Die beiden Regierungschefs wollen der EU-Kommission die Möglichkeit eröffnen, 500 Mrd. Euro am Finanzmarkt aufzunehmen. Die Anleihen werden von den EU-Mitgliedsländern garantiert und sollen aus EU-Haushaltsmitteln zurückgezahlt werden. Dies ist ein weiterer Schritt in Richtung einer gemeinsamen Finanzpolitik. Vor dem Hintergrund des Urteils des Bundesverfassungsgerichtes sicherlich ein konsequenter Schritt. Aber gerade in Deutschland sollte man solche politischen Entscheidungen gut erklären und die Menschen mitnehmen. Ansonsten könnten die falschen politischen Kräfte aus der wachsenden Unzufriedenheit Kapital schlagen.

So richtig diese Initiative im EU-Kontext sein mag, sie zeigt deutlich, dass man viele aktuelle Probleme konsequent in die Zukunft verschiebt. Damit wiegt man sich jetzt gewissermaßen in Sicherheit und die Finanzmärkte geben den Entscheidungsträgern auch noch täglich recht. Nur so ist zu verstehen, wie man sich in Großbritannien in der aktuellen Situation auf einen ungeregelten Brexit einlassen kann und Bevölkerung und Wirtschaft einem solchen Risiko aussetzt. Dies kann man eigentlich nur mit einer übergroßen Portion Selbstzufriedenheit erklären.



#### RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Dr. Elmar Kraus, Analyst

**Bis 2020 waren gravierende Infektionskrankheiten ein Thema in weniger entwickelten Ländern. Mit Covid-19 hat sich das Blatt innerhalb kürzester Zeit gewendet. Aufgrund von Einschränkungen und Sterberaten sehnt man weltweit einen Impfstoff herbei oder zumindest Medikamente, die den Verlauf der facettenreichen Krankheit lindern. Doch wie kam es dazu, wie ist der Entwicklungsstand und welche Pharmaunternehmen stehen dabei an vorderster Stelle?**

#### Von Wuhan aus in die Welt

Nach allem, was wir im Moment wissen, kam es im letzten Jahr zu einer Art doppelten virologischen Brückenschlags: Von einer Fledermaus über ein Schuppentier soll der Übergang zum Menschen höchstwahrscheinlich im Dezember 2019 auf einem Markt für Wildtiere in der chinesischen Stadt Wuhan erfolgt sein. Von dort hat sich das Virus in Windeseile über den Erdball verteilt, begünstigt durch eine der Besonderheiten des mittlerweile SARS CoV-2 genannten Virus: die Übertragung durch (noch) symptomlose Träger. Tröpfcheninfektionen und die anfangs nur tröpfchenweise weitergegebenen Informationen sowie teils verzögerte Reaktionen von politischen Entscheidungsträgern haben es dem Virus dabei leichtgemacht.

#### **Das Virus wurde von manchen (gerade auch in der Politik) allzu lange nicht ernst genommen**

Ein Mitte Februar noch von einer Erkrankung „wie etwa die normale Grippe“ fabulierender US-Präsident ist da nur ein Beispiel, der brasilianische Präsident mit seiner Verniedlichung zur „kleinen Grippe“ ein anderes.



Damals längst tätig waren jedoch die Spezialisten aus dem Gesundheitswesen/medizinischen Bereich. Bereits am 16. Januar verkündete die Berliner Charité, genauer das Labor von Prof. Christian Drosten, die Entwicklung eines Nachweistests für das Virus. Fortan setzten sich Forschungsabteilungen weltweit daran, Mittel gegen die Epidemie, die sich schnell zur Pandemie auswuchs, zu entwickeln. Aus Dringlichkeitsgründen und zum Zwecke der Zeitersparnis lag es nahe, wo möglich, auf bereits zugelassene oder zumindest in der Entwicklung befindliche Medikamente zurückzugreifen. Wer von den Pharmaunternehmen nicht selbst aktiv werden konnte, stellte zumindest seine Wirkstoff-Datenbanken zur Verfügung, damit Forscher sich daran bedienten. Oder sie spendeten größere Mengen an Medikamenten (wie die schon in die Jahre gekommenen Malaria-Mittel Chloroquin und Hydroxychloroquin), sobald auch nur der leiseste Verdacht aufkam, diese könnten den Kranken Linderung verschaffen oder gar die Sterblichkeit verringern. Kaum eines der großen Pharmaunternehmen hat es sich jedoch nehmen lassen, eigene Projekte an den Start zu bringen, ganz gleich, welchen der drei Ansätze sie verfolgen: 1. die Behandlung von Symptomen, 2. die direkte Hemmung des Virus oder 3. die Entwicklung eines vorbeugenden Impfstoffs.

### **Ansatz 1: Die Behandlung von Symptomen bleibt unverzichtbar**

Seit der Eilzulassung von VEKLURY gibt es zwar ein erstes direkt wirkendes antivirales Medikament. Die fehlende Verfügbarkeit und die auch bei Gabe des Medikaments weiterhin nötige (intensiv-) medizinische Behandlung machen damit andere Ansätze bei Weitem nicht obsolet. Fieber und Schmerzen gilt es weiterhin zu bekämpfen, vor allem auch die überschießende Immunreaktion als Folge der Infektion, die (mit) zu Organversagen führen kann. Gleich eine Reihe von bereits für andere immunologische Indikationen zugelassenen Medikamenten (darunter ACTEMRA von Roche oder KEVZARA von Sanofi/Regeneron) stehen hier zur Auswahl und befinden sich in abschließenden klinischen Studien.

### **Ansatz 2: Direkt virushemmende Medikamente**

Bis Impfstoffe verfügbar sind, aber sicherlich auch noch eine Zeit lang danach, bedarf es direkt wirkender antiviraler Medikamente für akut infizierte Patienten. Nach durchaus vielversprechenden klinischen Daten wurde das ursprünglich als Ebola-Medikament entwickelte VEKLURY (Remdesivir) von Gilead Sciences am 1. Mai in den USA und kurz darauf auch in der EU zugelassen. Gilead spendete seinen Vorrat gleich dem US-Gesundheitssystem, baute seine Produktionskapazität aber längst weiter auf und schloss sich zudem mit Generika-Herstellern in Indien und Pakistan zusammen, um die weltweite Versorgung mit Remdesivir zu gewährleisten. Zu diesem Zweck vereinbarte das Unternehmen nicht-exklusive Lizenzen zur Produktion und zum Verkauf des Mittels in 127 (Schwellen-)Ländern. Für KALETRA, ein bereits zur Behandlung von HIV/AIDS zugelassenes Medikament von AbbVie, gibt es ebenfalls Hinweise auf eine Wirkung gegen SARS CoV-2; die Ergebnisse der entsprechenden klinischen Studie stehen jedoch noch aus.



Eine ganze Reihe von Ansätzen setzt auf Antikörper (siehe Tabelle), die das Virus neutralisieren sollen, indem sie die Bindung an die Zielzellen verhindern. Hier reicht die Spannweite von der Transfusion von Blutplasma genesener Patienten über die Gabe einzelner monoklonaler Antikörper oder von Antikörper-Cocktails (zum Beispiel Regeneron) bis hin zu exotischeren Lösungsansätzen wie gentechnisch modifizierten Kühen als Antikörper-Lieferanten. Im Gespräch ist auch ein Nasenspray, das die (RNA-basierte) Information für einen neutralisierenden Antikörper direkt in die Lunge bringen soll wie in einem Kooperationsprojekt der Münchner Ethris mit der Züricher Neurimmune.

### **Ansatz 3: Impfstoffe – „der heilige Gral“ bei der Vorbeugung gegen (Virus-) Epidemien**

Ganz neu ansetzen musste die Entwicklung eines Impfstoffs zur Vorbeugung beziehungsweise Vermeidung einer Infektion mit SARS CoV-2. Unter dem Druck der Ereignisse versucht man, Zeitabläufe in bislang so nicht gesehener Weise zu beschleunigen – sei es durch den Einsatz neuer Technologien, durch bewährte und skalierbare Produktionssysteme, durch Kooperationen oder „einfach nur“ durch tätige Mithilfe der Zulassungsbehörden. Diese lassen im wahrsten Sinne des Wortes alles stehen und liegen, um Impfstoff-Projekte auf den Weg zu bringen. Dabei reicht die methodische Spannweite von klassischen Impfstoffen (im Zuge derer einzelne Virusbestandteile verabreicht werden) über solche mit Impfstoffverstärkern, sogenannte Adjuvantien, bis hin zu völlig neuartigen Impfpräparaten auf Basis der Botensubstanz RNA oder mithilfe spezieller Viren.

#### **Neuartige Impfstoffe auf RNA-Basis**

Statt dem Körper einen fertigen Virusbestandteil zu präsentieren, damit das Immunsystem mit diesem umzugehen lernt, wird bei dieser Art der Impfung dem Körper sozusagen der Bauplan für ein oder mehrere Virusbestandteile injiziert: Diesen Bestandteil soll die geimpfte Person dann selbst herstellen und das Immunsystem so vorab auf das Virus aufmerksam machen. Allerdings existiert bislang kein für die Anwendung am Menschen zugelassener Impfstoff auf dieser Basis. Somit ist noch nicht hinreichend geklärt, ob diese Methode funktioniert. Der große Vorteil dieser Methode: Man kann damit sehr schnell einen möglichen Impfstoff herstellen. So produzierte das US-Unternehmen Moderna nach Bekanntwerden der Erbinformation des Virus (am 11. Januar 2020) in nur wenig mehr als zwei Monaten einen Impfstoff-Kandidaten, der am 16. März dem ersten Freiwilligen verabreicht wurde. Moderna hat sich dabei auf nur einen Bestandteil des Virus, das für das Anhaften des Virus an Zellen der Atemwege wichtige Spike-Protein, und auch nur eine Form der RNA konzentriert.

Auf einen komplexeren Impfstoff, der gleich auf mehreren RNAs basiert, setzt die Mainzer BioNTech. Dabei besteht sogar die Möglichkeit einer Verstärkung der (erhofften) Impfwirkung über eine sogenannte Prime-Boost-Strategie, also mehrere aufeinanderfolgende Injektionen zur Wirkungsverstärkung. Am 22. April erteilte die zuständige deutsche Behörde die Genehmigung für den Start der klinischen Erprobung. Bereits eine Woche später verkündete BioNTech, dass die erste Dosisgruppe aus zwölf Freiwilligen geimpft worden war. Für eine zweite Studie, die in den USA zusammen mit dem US-Pharmariesen Pfizer durchgeführt wird, konnte am 5. Mai der sprichwörtliche Startschuss gemeldet werden. Mit einem weiteren RNA-Impfstoff auf Basis einer eigenen Technologie wird in Kürze die in Tübingen angesiedelte Curevac nachgezogen sein.

#### **Weiter im Rennen: Klassische Impfstoffe**

Eine klassische Impfstoffentwicklung über die Herstellung und Aufreinigung von Impfmateriale kann mit solchen Zeitschienen nicht mithalten, was aber nicht zwangsläufig von Nachteil sein muss. Immerhin können Hersteller wie Johnson & Johnson (J&J), Sanofi oder GlaxoSmithKline auf bewährte Technologien und eine etablierte Infrastruktur zur Herstellung von Impfstoffen im großen Maßstab zurückgreifen. Selbst wenn später eine einmalige Impfung ausreicht, ist mit einem Bedarf von mehreren Milliarden Impfdosen zu rechnen. Der Vorteil von J&J liegt hier in einem Produktionssystem, das unabhängig von üblicherweise verwendeten Hühnereiern ist. Sanofi und GlaxoSmithKline planen gemeinsam die Zahl an Impfdosen zu vervielfachen, indem sie die Produktionstechnologie von Sanofi mit dem bewährten Impfstoffverstärkersystem von Glaxo zusammenbringen.

## Mittlerweile gibt es weltweit wohl eine dreistellige Zahl an Impfstoff-Projekten.

### **Gut Impfstoff-Ding will Weile haben**

Mittlerweile gibt es weltweit wohl eine dreistellige Zahl an Impfstoff-Projekten und viele mehr oder weniger qualifizierte Aussagen, ab wann eine Impfung bereitstehen wird. Wir halten es da eher mit Klaus Cichutek, dem Präsidenten des für die Zulassung von Medikamenten zuständigen Paul-Ehrlich-Instituts, der am 14. Mai im Mannheimer Morgen gesagt hat, er sei zuversichtlich, dass bis Ende des Jahres konkret über die Zulassung eines Impfstoffes gesprochen werden könne. Darüber zu sprechen heißt allerdings nicht „einen Impfstoff zugelassen UND in ausreichender Menge verfügbar zu haben“. In jedem Fall müssen Impfungen nämlich effektiv und sicher sein – und das nachweislich. Auch bei Personen, die vielleicht unmerklich infiziert waren. Eine große Rolle spielt dabei zudem, wie lange die Immunität nach einer Impfung anhält. Es gibt also viele offene Fragen, die zu klären sind, bevor eine Impfung die Praxis erreicht. Nicht von ungefähr betonen ernst zu nehmende Impfstoffentwickler gerade auch ihre Fähigkeit, einen sicheren und effektiven Impfstoff nicht nur entwickeln und zur Zulassung zu bringen, sondern vor allem dann auch in der benötigten Menge herstellen zu können. So gesehen könnte der erste Impfstoff nicht derjenige sein, der letzten Endes hilft, die Pandemie zu bezwingen.

Da sich die (Bio-)Pharmaindustrie diesen Herausforderungen aber mit beeindruckender Kreativität stellt, müsste es doch mit dem Teufel zugehen, wenn die ungeheure Vielzahl der Ansätze nicht auch zu zahlreichen positiven Ergebnissen führen würde. Welchem der Pharmaunternehmen der Durchbruch in Sachen Corona gelingt, ist derzeit nicht absehbar – zu unterschiedlich sind die Ansätze. Es bleibt also weiter spannend.

Eine aufgrund der fulminant aus dem Boden sprießenden Projekte, bei Weitem aber nicht vollständige Übersicht wichtiger Entwicklungen haben wir für Sie im Folgenden zusammengestellt:

### Pharmazeutische Kreativität in der Coronaviruskrise – Und dieses Mal ist wirklich (fast) Alles anders

Behandlungsansatz	Unternehmen	Wirkstoff	Handelsname	Wirkungsweise
Beeinflussung der Symptome wie Fieber, Schmerzen oder ein überschießendes Immunsystem (inkl. der daraus resultierenden möglichen Überlastung von Organen)	div. Generika-Anbieter	Ibuprofen, Paracetamol, etc.	diverse	Schmerzstillung, Fiebersenkung
	u.a. Novartis, Sanofi	Chloroquin/Hydroxychloroquin	diverse	
	Sanofi + Regeneron	Sarilumab	KEVZARA	<b>Entzündungshemmung/Hemmung des Immunsystems</b> um überschießende Entzündungsreaktionen in der Lunge zu bremsen, wie sie vor allem in der Spätphase der Infektion auftreten und das Krankheitsbild noch verschlimmern. Vertreten sind bereits zugelassene Rheuma-Medikamente und mit Chloroquin ein in die Jahre gekommenes Malaria-Mittel, dessen klinische Erprobung allerdings von der WHO am 26.5. ausgesetzt wurde.
	Eli Lilly	Baricitinib und IXEKIZUMAB	OLUMINANT und TALTZ	
	AstraZeneca	Dapagliflozin und Acalabrutinib	FARXIGA und CALQUENCE	
	Amgen	Apremilast	OTEZLA	
	Novartis	Ruxolitinib	JAKAVI	
Roche	Tocilizumab	ACTEMRA / RoACTEMRA		
Direkte antivirale Wirkstoffe	Gilead	Remdesivir	VEKLURY	Direkte Hemmung eines zentralen Schrittes in der <b>Ver-mehrung</b> von (RNA-) Viren wie u.a. Corona-Viren. Ursprünglich gegen das verwandte Ebola-Virus entwickelt.
	AbbVie	Lopinavir plus Ritonavir	KALETRA / ALUVIA	Hemmung eines Enzyms/einer sog. Proteinase, die beim <b>Zusammenbau</b> von Viruspartikeln eine Rolle spielt. Gegen HIV (das AIDS-Virus) entwickelt und <b>dafür bereits zugelassen</b> .
	Regeneron	Neutralisierende humane Antikörper, die in einem speziellen Tiermodell hergestellt wurden	—	<b>Ein Cocktail aus zwei Antikörpern</b> soll den ersten Schritt einer Infektion, die Bindung des Virus an menschliche Zellen, im Ansatz verhindern.
	Glaxo und Vir Biotechnology	Monoklonale Antikörper, hergestellt mit der speziellen Technologie von Vir Biotechnology	—	Prävention und Therapie durch Neutralisierung des Virus (Verhinderung der Bindung an die Zielzellen).
	Eli Lilly und Junshi Biosciences	Monoklonale Antikörper	—	Prävention und Therapie durch Neutralisierung des Virus (Verhinderung der Bindung an die Zielzellen).
	Evotec	Antikörper	—	Projekt speziell für die US Army.
	Eli Lilly und AbCellera	Neutralisierende humane Antikörper aus dem Blut eines genesenen Corona-Virus-Patienten	—	Antikörper sollen den ersten Schritt einer Infektion, die Bindung des Virus an menschliche Zellen, im Ansatz verhindern.
SAB Therapeutics	Polyklonale humane Antikörper, die in speziellen, genetisch veränderten Kühen produziert werden	—	Neutralisierung des Virus durch Verhinderung der Bindung an die Zielzellen; möglicherweise eine schnell verfügbare „Notlösung“.	
Impfstoffe / klassisch	Sanofi	Oberflächenbestandteile des Virus. Die Produktion erfolgt nicht in Hühner-eiern, sondern in (Insekten-)Zellkultur	—	„Klassische“ Impfstoffe, vergleichbar mit Grippe-Impfstoffen, wobei ein ausgewählter Bestandteil des Virus als Impfstoff-Grundlage gezielt hergestellt wird. Zum Teil mit Impfstoffverstärker.
	Sanofi + GlaxoSmith-Kline	Oberflächenbestandteile des Virus plus ein Impfstoffverstärker (Adjuvans) von GSK	—	
	GlaxoSmithKline + Clover	Spezieller dreifacher Impfstoff (COVID-19 S-Trimer) plus Impfstoffverstärker	—	
	Johnson & Johnson	Auswahl eines Bestandteils des Virus, der mit spezieller Produktions-technologie in Zellkultur ohne Hühner-eier hergestellt wird plus Impfstoffverstärker	—	
Impfstoffe auf Basis genetischer Information	Pfizer + BioNTech + Fosun	BNT162: Teile der Erbinformation des Virus in speziellen Nanopartikeln (Stabilisierung und Transport)	—	Injektion des „Bauplans“ für den (für die Infektion) wichtigsten Bestandteil des Virus in der Erwartung, dass der Mensch dann eine Immunreaktion dagegen entwickelt.
	Moderna	m-RNA1273: Teil der Erbinformation des Virus: in spezieller stabilisierter Form	—	
	CureVac	Teil der Erbinformation des Virus: in spezieller stabilisierter Form	—	
	Sanofi + Translate Bio	Teil der Erbinformation des Virus für nicht näher genannte Corona-Virus-Proteine in speziellen Nanopartikeln	—	
	AstraZeneca + Oxford University	Nicht-vermehrungsfähiges Adeno-Virus-Vektor mit der Information des für die Anheftung des Virus notwendigen Spike-Proteins	—	

Quellen: Mitteilungen der Unternehmen, DZ BANK



## 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, 03. Juni 2020**

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 letzten Friedrich-Ausgabe Mitte März stand alles im Zeichen der Corona-Pandemie und des damit verbundenen (Teil-)Stillstands der Wirtschaft. Die Aktienmärkte reagierten darauf mit Kursverlusten, die normale Konsolidierungen hinsichtlich Geschwindigkeit und Ausmaß übertrafen. So schloss auch der DAX am 18. März mit dem niedrigsten Stand seit September 2013 und nur einige Hundert Punkte oberhalb des rechnerischen Buchwerts – ein Kursniveau, das wir als langfristig sehr aussichtsreiche Gelegenheit einschätzten. So haben wir frische Mittel im Umfang von 5% des Werts unseres virtuellen DZ BANK Musterportfolios in den DAX investiert. Im Gegenzug haben wir auf der Anleihe Seite sämtliche Positionen (77%) zugunsten von Liquidität reduziert: Bei den Emerging-Markets-Anleihen galt es, aufgelaufene Verluste zu begrenzen. Und bei den US- sowie EWU-Staatsanleihen schien die Rally nach dem starken Renditerückgang beiderseits des Atlantiks auf kurze Sicht an Momentum zu verlieren, sodass sich rechnerische Gewinnrealisationen anboten.

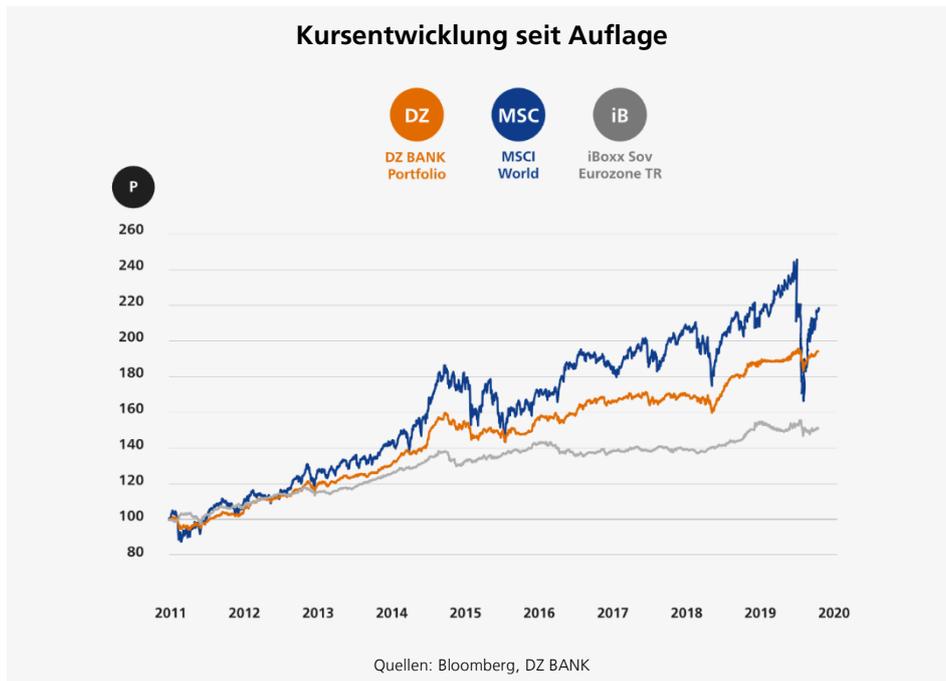
Zahlreiche Unternehmen werden trotz Sparbemühungen ihre Zinszahlungen nicht leisten können. Davon als erste betroffen sein werden hochverschuldete Unternehmen, die mit Umsatzausfällen zu kämpfen haben – ein Szenario, das Anfang April bereits am Markt für Unternehmensanleihen eingepreist war. Parallel zu den Kursverlusten bei den Aktien schossen die Renditen ausstehender Emissionen nach oben. Europäische Investment-Grade-Anleihen wiesen Ausschüttungsrenditen von knapp über 1% aus, in den USA sogar über 3%. Gleichzeitig beschlossen die Notenbanken im Zuge ihrer erweiterten Anleihekaufprogramme, auch stärker Unternehmensanleihen zu kaufen. Somit schien die Nachfrage im Segment fundamental gut gestützt, sodass sich eine breite Streuung empfahl. Entsprechend haben wir per Schlusskurs 1. April 2020 zwei Indizes („iBoxx USD Liquid Investment Grade Index“ und „Bloomberg Barclays Euro Corporate Bond Index“) mit einer Gewichtung von jeweils 15% in das Portfolio aufgenommen – zu Lasten der Kasseposition.

Seit dem März-Tief bis zum 21. April sind US-Technologieaktien stärker gestiegen als der Markt. Zwar bleiben die langfristigen Aussichten dieser Werte positiv. Sie könnten sogar gestärkt aus der Krise hervorgehen, zumal ihre bewährten Geschäftsmodelle, etablierten Marken sowie gute Kapitalallokation Schutz bieten. Im Vorfeld denkbarer Enttäuschungen während der Berichtssaison sowie angesichts der hohen Bewertung dieser Aktien, aber auch im Umfeld eines kollabierten Ölpreises schien es uns sinnvoll, Gewinne in der Nasdaq-100-Positionierung im Portfolio zu realisieren. Entsprechend senkten wir den Aktienanteil von rund 11% auf 5% ab.

Per Schlusskurs 27. April 2020 haben wir hochverzinsliche Unternehmensanleihen – sogenannte „High Yields“ – in das virtuelle DZ BANK Musterportfolio aufgenommen – mit einer Gewichtung von 10%. Dabei setzten wir auf die Emission europäischer Unternehmen in Form des „Markt iBoxx Euro Liquid High Yield“, der die Kursentwicklung von über 500 im Euroraum emittierten Anleihen abbildet.

Bis zum 3. Juni dieses Jahres haben sich die Kurse an den Aktienmärkten weiter erholt: Viel Hoffnung auf eine Stabilisierung der Corona-Pandemie wurde eingepreist. Weiterhin unmittelbar in der Nähe ihrer alten Kurshochs – oder sogar darüber – notieren Aktien von Unternehmen, die nicht besonders unter der Krise leiden. Nicht zu dieser Gruppe zählen Bankaktien, die mit deutlichen Abschlägen notieren, insbesondere europäische Banken, denen die Einflüsse aus Niedrigzinsumfeld und Regulatorik stärker zusetzen. Strukturell besser aufgestellt sind US-Banken, die dieses und nächstes Jahr zwar von Kreditausfällen betroffen sein dürften. Jedoch brems hier der stärkere Einfluss des zuletzt stabileren Kapitalmarktgeschäfts zu erwartende Einbußen im Zinsgeschäft ab. Der amerikanische KBW-Banken-Index, der die Kursentwicklung der 24 größten Banken in den USA abbildet, notierte auf Basis verschiedener Bewertungsparameter (Kurs-Buchwert- und Kurs-Gewinn-Verhältnis) für das Schätzjahr 2021 vorübergehend auf dem tiefsten Wert seit der Finanzkrise 2009. Sollte sich die konjunkturelle Lage stabilisieren, könnten sich auch die Gewinne der Banken wieder stabilisieren. Wir gewichten den KBW-Banken-Index mit 5% im DZ BANK Musterportfolio. Zusätzlich haben wir 5% Emerging-Markets-Aktien aufgenommen – in Form des „MSCI Emerging Markets Index“. Dieser zeichnet sich durch eine Gewichtung von Technologiewerten (rund 30%) aus, die überwiegend aus China, Taiwan und Korea stammen. Das für 2021 geschätzte Kurs-Gewinn-Verhältnis des Index liegt bei 11,6 Punkten – in Anbetracht überdurchschnittlich erwarteter Gewinnwachstumsraten (für 2021: 25% und für 2022: 16%) erscheint dies eine attraktive Mischung aus Rendite zu Risiko.

Durch diese Transaktion steigt die Aktienquote per Schlusskurs 3. Juni 2020 im Musterportfolio auf 22% (DAX: 6%, Nasdaq 100:6%, KBW Bank TR Index: 5%, MSCI Emerging Marktes TR Index: 5%), der Anteil an Anleihen beträgt 40% (iBoxx USD Liquid Investment Grade Index: 15%, Barclays Euro Aggregate Corporate TR Index: 15% und Markt iBoxx EUR Liquid High Yield TR Index: 10%) und die Kasse knapp 38%. Seit der Auflage im Jahr 2011 hat das DZ BANK Musterportfolio sogar reine Aktienindizes wie den DAX oder den Euro Stoxx 50 deutlich geschlagen. Die Volatilität der Kursentwicklung fiel dabei unterdurchschnittlich aus.



## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, 10. Juni 2020**

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

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	30.12.2019	18	218,40	187,42	-9,8% (inkl. Dividende)
Bayer	31.01.2020	55	73,05	67,26	-4,1% (inkl. Dividende)
Deutsche Telekom	02.04.2020	279	11,65	15,195	+30,4%
Fresenius Med. Care StA	26.02.2020	55	72,06	76,86	+6,7%
Linde PLC	02.04.2020	21	151,85	190,10	+25,8% (inkl. Dividende)
Merck KGaA	30.12.2019	37	105,35	106,15	+2,0% (inkl. Dividende)
AbbVie	24.02.2020	47	85,80	85,00	+0,3% (inkl. Dividende)
Alibaba Group Holding	30.04.2020	19	185,40	193,60	+4,4%
Alphabet	06.05.2020	3	1.263,60	1.289,80	+2,1%
Carrefour	12.02.2020	269	15,705	14,455	-6,5% (inkl. Dividende)
CRH	30.12.2019	112	35,65	31,76	-9,1% (inkl. Dividende)
Enel	14.05.2020	596	5,884	7,542	+28,2%
JP Morgan Chase & Co.	05.06.2020	38	97,25	98,11	+0,9%
Lockheed Martin	23.04.2020	10	351,50	362,55	+3,8% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2019	28	142,00	166,42	+17,9% (inkl. Dividende)
Mondelez International	19.03.2020	74	42,46	46,83	+10,9% (inkl. Dividende)
Novartis	30.12.2019	47	84,642	78,08	-4,5% (inkl. Dividende)
Reckitt Benckiser Group	11.03.2020	57	64,29	77,62	+22,5% (inkl. Dividende)
SCOR	27.05.2020	143	24,94	26,40	+5,9%
Tencent Holdings	27.02.2020	85	45,90	49,37	+7,9% (inkl. Dividende)
Total	27.05.2020	105	34,04	37,70	+10,8%

Stand: 10. Juni 2020 / Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 9. Juni 2020 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 130,7% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (62,2%) und der Stoxx 50 Gross Return (56,3%), aber etwas schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (133,9%). Im laufenden Jahr 2020 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global hingegen einen Wertverlust von 5,9% verbucht und damit etwas besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 8,5%) performed, aber etwas schlechter als der DAX (minus 4,8%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit minus 3,5%. 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.

### DZ BANK Aktienideen Global – Kursentwicklung seit Auflage





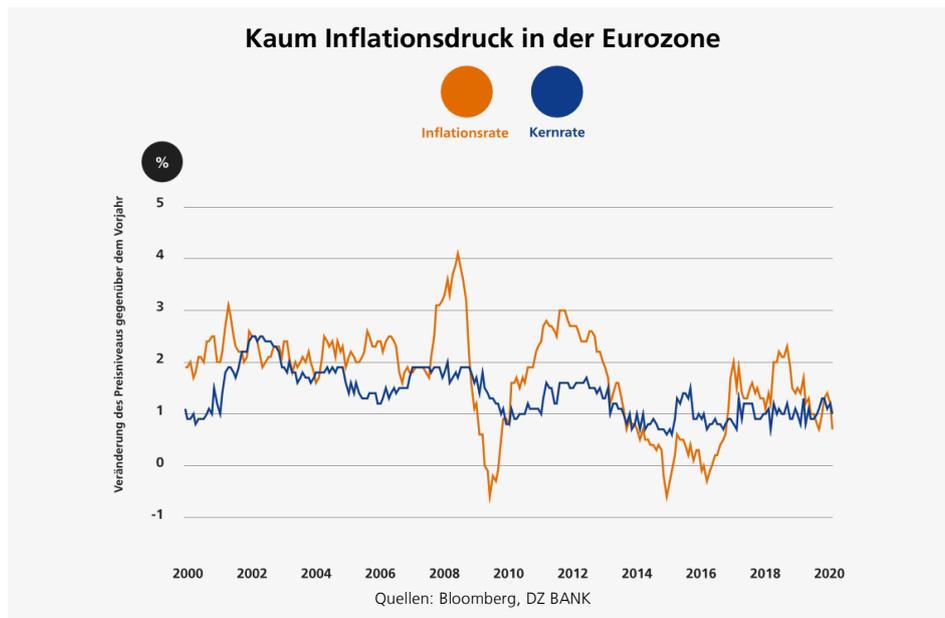
### WUSSTEN SIE SCHON?

Birgit Henseler, Analystin

**Im Zuge der Corona-Krise pumpen Zentralbanken weltweit mehr Liquidität in den Markt als zu Zeiten der Finanzmarktkrise. Gleichzeitig legen die Regierungen erhebliche Unterstützungsprogramme auf. Kehrt durch diese extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik mittelfristig die Inflation zurück?**

### **Wirtschaftswachstum bricht ein – Inflation bleibt niedrig**

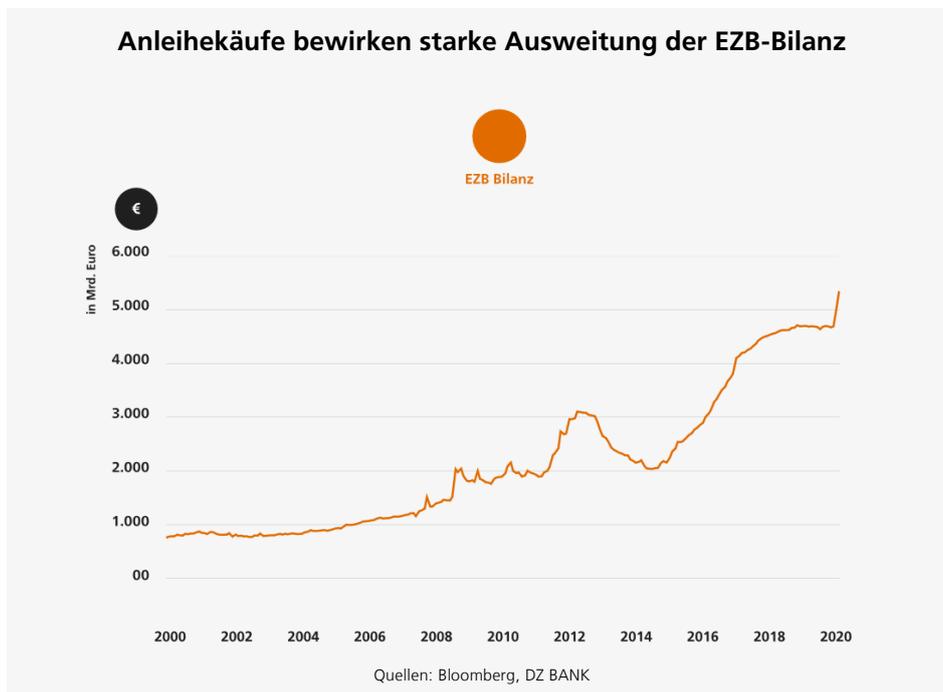
Derzeit haben die Notenbanken nur ein Ziel: Der konjunkturelle Einbruch soll weitestgehend abgefedert und eine mögliche Erholung bei einem Abebben der Pandemie unterstützt werden. Kurzfristig dürften die Sorgen um eine Inflation unbegründet sein. Aufgrund der Kontaktbeschränkungen fallen viele bis nahezu alle Dienstleistungen vorübergehend aus. Hinzu kommen die hohe Arbeitslosigkeit und Sparneigung, die die Konsumnachfrage belasten. Solange die medizinische Krise die Wirtschaften fest im Griff hat und das Wirtschaftswachstum stark einbricht, sollten die Inflationsraten niedrig bleiben.



Es besteht jedoch die Hoffnung, dass in den kommenden Monaten ein Medikament oder ein Impfstoff gefunden wird, sodass sich die verschiedenen Volkswirtschaften wieder kräftig erholen sollten. Auf längere Sicht ist es daher sehr wohl vorstellbar, dass die sehr expansive Geldpolitik gepaart mit der hohen Verschuldung der öffentlichen Haushalte den Anfang vom Ende der Ära der niedrigen Inflation markieren könnte. Letzten Endes zeigen jedoch die Erfahrungen nach der Finanzmarktkrise: Es war nicht zielführend, einen Inflationsdruck rein aus dem kräftigen Anstieg der Zentralbankliquidität gepaart mit einer expansiven Fiskalpolitik abzuleiten.

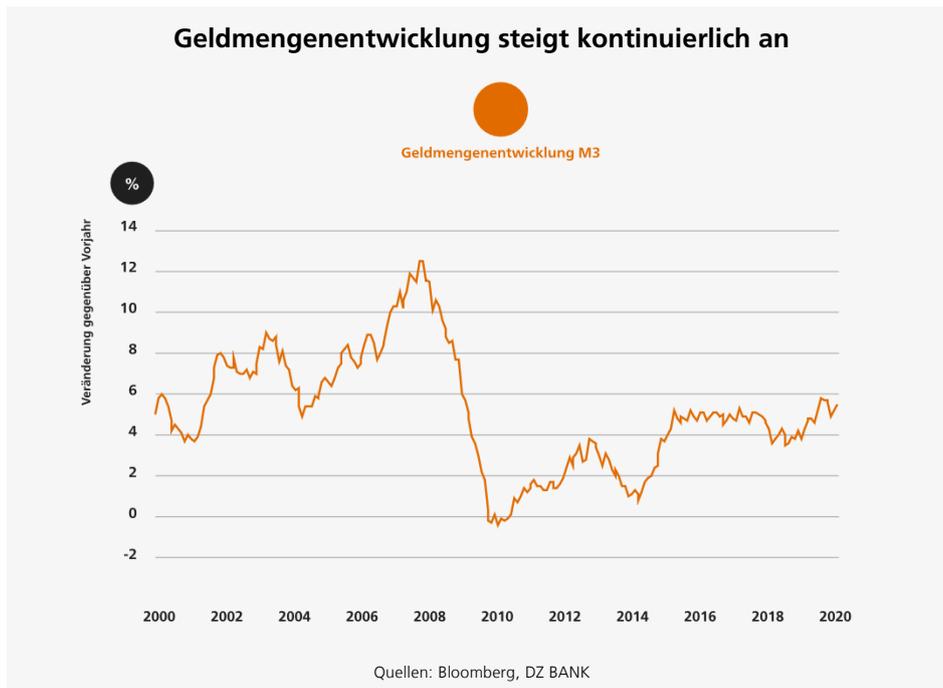
### **Mittelfristig könnten die Inflationsraten sehr wohl steigen**

Die Eingriffe der Notenbanken in die Wirtschaft nach der Krise 2008/09 und das Fluten der Finanzmärkte mit Geld hat im Nachgang zu keinem nennenswerten Anstieg der Inflation geführt. Die angesichts der Corona-Epidemie in die Wege geleiteten Maßnahmen werden aber um ein Vielfaches größer sein als im Zuge der globalen Finanzkrise. Nicht zuletzt werden die Staatsschulden in vielen Ländern von den Zentralbanken aufgekauft. Schon bald könnte die Bilanz der Europäischen Zentralbank rund 50% der Wirtschaftsleistung ausmachen. Damit wird sie deutlich stärker anwachsen als nach der „großen Rezession“ von 2008/09. Unseres Erachtens gibt es einerseits Parallelen zur Entwicklung nach der Finanzmarktkrise, die eine eher moderate Entwicklung der Inflation in den kommenden Jahren rechtfertigen, andererseits auch große Unterschiede, die mittelfristig zu einem steigenden Preisdruck führen könnten.



Ein wesentlicher Unterschied: In der Finanzmarktkrise war vorwiegend der Bankensektor betroffen und erst im Nachgang die gesamte wirtschaftliche Situation. Damals war die geldpolitische Ausrichtung der führenden Zentralbanken ebenfalls sehr expansiv und die Verschuldung der öffentlichen Hand stieg vor dem Hintergrund der staatlichen Rettungsprogramme für die Banken stark an. Angesichts der Krise im Bankensektor kam es jedoch sowohl zu einer nachlassenden Kreditnachfrage als auch zu einem geringeren Kreditangebot. Die privaten Haushalte, der Finanzsektor und der Unternehmenssektor waren damit beschäftigt, Schulden abzubauen.

Im aktuellen Umfeld nehmen viele Unternehmen Kredite auf, um trotz des Nachfrageausfalls die bestehenden Kosten zu decken. Auch private Haushalte könnten aufgrund von Lohnausfällen – bedingt durch Kurzarbeit oder Entlassungen – vermehrt gezwungen sein, Kredite aufzunehmen. Damit könnte die Liquiditätsbereitstellung der Fed und der EZB schnell nachfragewirksam werden. Diese Tendenz zeigt sich bereits an der Geldmengenentwicklung in den zurückliegenden Wochen. Ob die momentan verstärkte Kreditaufnahme jedoch zu einer Inflation führt, ist auch davon abhängig, ob und wie schnell die Kredite wieder zurückgefahren werden. Hierbei werden etliche Unternehmen in den kommenden ein bis zwei Jahren versuchen, die aufgrund der Pandemie aufgenommenen Schulden zurückzuzahlen. In diesem Fall hätte die derzeit höhere Kreditaufnahme keinen nachhaltigen Effekt auf die Inflationsentwicklung, da sie lediglich dazu dient, die akuten Liquiditätsprobleme zu kompensieren.



Manche Marktteilnehmer sehen einen weiteren Grund für steigende Inflationsraten auf mittlere Sicht: Sie gehen davon aus, dass die Ära der Globalisierung im Nachgang der Pandemie zu einem Ende kommen oder sich zumindest stark abschwächen könnte. Insbesondere die Integration von Schwellenländern in den internationalen Handel hatte in den zurückliegenden Jahrzehnten zu einem Disinflationprozess in den Industrieländern geführt. Sollte die globale Infektionswelle die zuletzt schon beobachtete Abschottung der Industrieländer beschleunigen, könnte dies einschneidende Auswirkungen auf die Entwicklung der Inflation haben. So dürften sich etliche Regierungen für eine Rückverlagerung systemrelevanter Produktionen, beispielsweise von Atemschutzmasken oder Beatmungsgeräten, in den Heimatmarkt einsetzen. Außerdem könnten einige Firmen aufgrund der durch die pandemiebedingte Unterbrechung von Lieferketten eine großzügigere Lagerhaltung in Betracht ziehen. Hierdurch könnten die Kosten für Unternehmen und damit letztlich auch für die Verbraucher steigen. Ob die Pandemie tatsächlich zu einem einschneidenden Strukturbruch in der Globalisierung führen wird, ist nur sehr schwer zu prognostizieren. Wahrscheinlich werden viele Unternehmen nach der medizinischen Krise erneut schauen, in welchen Ländern sich preiswerter produzieren lässt. In diesem Fall würde die Pandemie nicht das Ende des regen Welt Handels bedeuten. Wir halten es für wahrscheinlicher, dass die Effekte der Globalisierung in naher Zukunft abebben, sich aber nicht komplett umkehren werden. Damit würden die Inflationsraten allenfalls leicht steigen.

Die Zeit nach der Finanzmarktkrise hat außerdem gezeigt, dass nicht unbedingt jeder übermäßige Anstieg der Zentralbankliquidität gepaart mit steigenden staatlichen Defiziten zu einer höheren Inflationsrate führt. Dies hängt unter anderem maßgeblich davon ab, wie die Inflation gemessen wird. In den zurückliegenden Jahren kam es lediglich zu einem moderaten Anstieg der Verbraucherpreise, während die Vermögenspreise recht deutlich zulegten. Solange die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Investitionstätigkeit moderat ausfallen, könnten eher die Vermögenspreise weiter in die Höhe klettern, während die Entwicklung der Verbraucherpreise unverändert moderat ausfallen wird.

Auf der anderen Seite gibt es gewichtige Gründe, die auch mittelfristig gegen einen nachhaltigen Anstieg der Inflation sprechen. In der Vergangenheit wurden für die moderate Inflationsentwicklung in erster Linie strukturelle Faktoren verantwortlich gemacht. Hierzu zählen die Demografie, eine verbesserte Preistransparenz aufgrund der Digitalisierung sowie ein schwächerer Zusammenhang zwischen Arbeitsmarkt und Inflation.

## Die Kapitalmarktrenditen dürften vorerst niedrig bleiben.



### Vieles ist möglich

In den meisten Industrieländern wird der durch das Virus verursachte Wirtschaftseinbruch die Inflation in den kommenden ein bis zwei Jahren wohl eher dämpfen. Für den Rentenmarkt bedeutet dies, dass die Zentralbanken in diesem Zeitraum ihre ultraexpansive Geldpolitik kaum wieder zurückfahren werden. Damit dürften die Kapitalmarktrenditen vorerst niedrig bleiben. Letzten Endes bleiben höhere Inflationsraten infolge der immensen Zentralbankliquidität ein Risiko, zumal die Notenbanken dazu übergegangen sind, einen Großteil der Staatsschulden zu monetarisieren. Einer der wichtigsten Gründe für eine auch mittel- bis langfristig niedrige Inflationsrate ist jedoch, dass die Zentralbanken bei einem kontinuierlich und kräftig steigenden Preisdruck wohl recht zügig die Leitzinsen anheben werden. Die Gefahren, die aus einem unkontrollierten Anstieg der Inflationserwartungen für eine Volkswirtschaft erwachsen, sprechen bei aufkommendem Preisdruck gegen eine lasche Handhabung von Fed und EZB. Dies wiederum impliziert, dass bei einer drastischen Verfehlung des Inflationsziels zweifelsohne geldpolitische Sanktionen ergriffen werden.



# Was ist eigentlich ein Corona-Bond?

Über strittige Anleihen und finanzielle Solidarität in der Eurozone

## WAS IST EIGENTLICH?

Sophia Oertmann, Analystin

**In der Zeit vor Corona nannte man sie Euro-Bonds und mehrere Kernstaaten, auch Deutschland, lehnten sie ab. Mit der Pandemie schien jedoch für die Befürworter der Moment gekommen, einen neuen Anlauf zu unternehmen. Konkret geht es um die Idee, dass die 19 Euroländer gemeinsam Anleihen begeben, für die sie gesamtschuldnerisch haften. Wie stehen die Chancen und welche Alternativen bieten sich, ohne dass der europäische Zusammenhalt Schaden nimmt?**

## Der Kern der Sache ...

Seit Gründung des gemeinsamen Währungsraumes besteht eine der Hauptherausforderungen darin, den unterschiedlichen Eigenschaften und Bedürfnissen der mittlerweile 19 Länder mit einer gemeinsamen Geldpolitik gerecht zu werden. Insbesondere seit der Euro-Staatsschuldenkrise zeichnen sich jedoch erhebliche Differenzen ab. Während einige Länder dank erfolgreicher Reformen oder starker Wirtschaftsleistung ihre Schuldenstandsquote bislang reduzieren konnten, wächst diese in anderen Ländern trotz bereits hoher Niveaus weiter an.

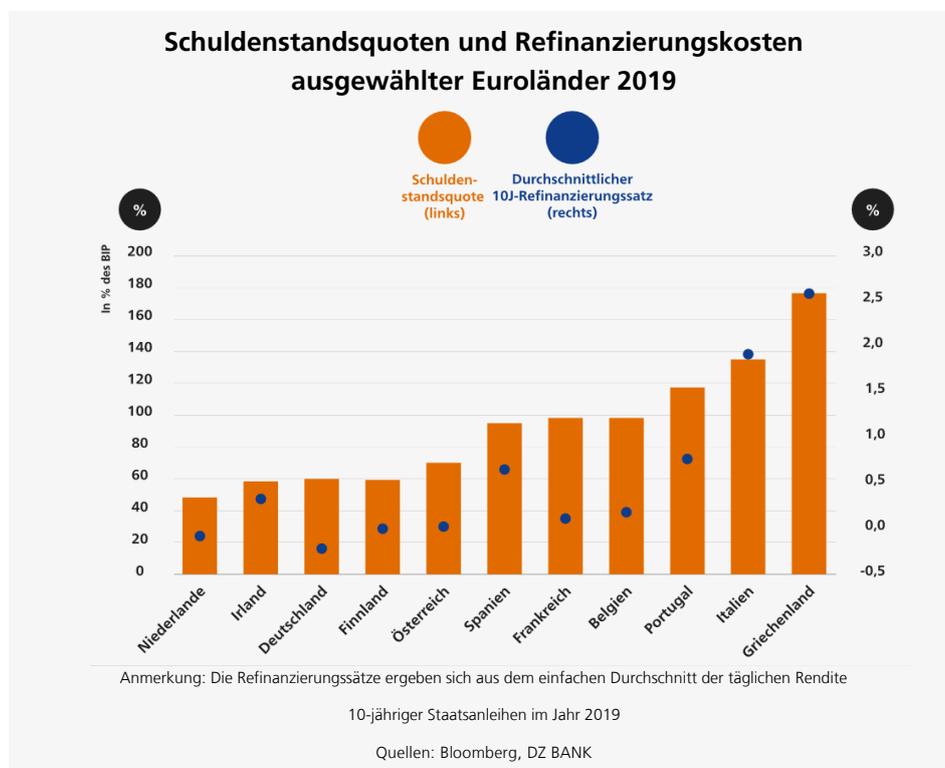
**Um die Auswirkungen der Pandemie zu begrenzen, sind massive Investitionen in das Gesundheitssystem und die Wirtschaft nötig.**

Unglücklicherweise hat die Corona-Pandemie nun vor allem jene Länder der Eurozone getroffen, die bereits vorher mit hohen Schuldenstandsquoten zu kämpfen hatten – allen voran Italien. Um die Auswirkungen der Pandemie zu begrenzen, sind nun massive Investitionen in das Gesundheitssystem und die Wirtschaft nötig. Unvermeidbar scheint also ein weiterer Anstieg der nationalen Schulden.

### ... und das Problem

An dieser Stelle ergibt sich das Kernproblem, dem Corona-Bonds entgegenwirken sollen: Je höher die Staatsschulden und je schwächer die Wirtschaft des betroffenen Landes, desto höher ist der finanzielle Aufwand, die Schulden zurückzuzahlen. Der Grund: Die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit wächst und dafür werden die Gläubiger mit höheren Risikoaufschlägen bei den Zinszahlungen kompensiert. Diese größeren Finanzierungskosten belasten das Staatsbudget zusätzlich und erschweren den Abbau der Schuldenstandsquote aufs Neue – ein scheinbar auswegloser Teufelskreis.

Doch was würde passieren, wenn Mitgliedsstaaten mit geringeren Schuldenstandsquoten und einem besseren Rating für schwächere Länder haften würden? Eine gesamtschuldnerische Haftung würde bedeuten, dass zunächst der eigentliche Schuldner – aber im Falle dessen Zahlungsunfähigkeit auch die anderen Länder – für die Rückzahlung der Schulden verantwortlich wären. Ziel der Corona-Bonds ist somit, dass sich schwächere Länder durch die gesamtschuldnerische Haftung zu sichtbar günstigeren Konditionen verschulden können. Die Erlöse aus den Anleiheemissionen sollen dann insbesondere für die Wiederbelebung der Wirtschaft nach der Corona-Krise verwendet werden.



### Pro und Contra

Der größte Vorteil von Corona-Bonds besteht in der günstigeren Refinanzierung von Staaten mit bereits hoher Schuldenlast. In der Folge würde dies zu einem geringeren Anstieg ihres Schuldenbergs führen sowie eine Ratingherabstufung, ausgelöst durch die zusätzliche Verschuldung, unwahrscheinlicher machen. Außerdem hätten Corona-Bonds eine starke politische Botschaft für den Zusammenhalt in der Eurozone, sodass sie der wachsenden Euroskepsis entgegenwirken könnten. Daher plädieren insbesondere Italien, Spanien und Frankreich für diese Maßnahme.

Die Gegner der Corona-Bonds, allen voran die Niederlande, Finnland, aber auch Deutschland, argumentieren jedoch, dass diese Form der gemeinschaftlichen Verschuldung der Beginn einer Schuldenunion wäre. Denn sie vertrauen nicht auf den vorübergehenden Charakter der Corona-Bonds. So lautete in der Vergangenheit auch stets das Argument gegen die Euro-Bonds, die im Gegensatz zu den Corona-Bonds als längerfristige Maßnahme diskutiert wurden.

Hinzu kommen Unklarheiten im Hinblick auf die technische Ausgestaltung und die wirtschaftlichen Folgen. Denn der Aufbau einer europäischen Institution, die Corona-Bonds begeben könnte, würde voraussichtlich ein Jahr oder länger in Anspruch nehmen. Dies wiederum würde bedeuten, dass die Corona-Bonds womöglich erst gegen Ende der Pandemie zum Einsatz kämen. Würden sie schließlich am Markt angeboten, wäre auch nicht sicher, wie hoch die Nachfrage und damit verbunden, die tatsächlichen Refinanzierungskosten wären.

Nicht zuletzt sehen die wirtschaftlich stärkeren Länder in einer gemeinsamen Verschuldung die Gefahr einer möglichen Ratingherabstufung der Kernstaaten. Denn sobald sie durch die Corona-Bonds einen Teil des Bankrottrisikos der schwächeren Mitgliedstaaten mittragen, leidet auch ihre eigene Kreditwürdigkeit. Somit könnte auch Deutschland seine Spitzenbonitätsnote verlieren. Bereits als erste Gerüchte über die Einführung von Corona-Bonds kursierten, stiegen die Renditen deutscher Staatsanleihen an.



### **Einstweilen ad acta gelegt, aber ...**

Angesichts der jüngsten Beschlüsse der EU-Staats- und Regierungschefs sind Corona-Bonds allerdings erst einmal in weitere Ferne gerückt. Anfang April haben die EU-Finanzminister ein Hilfspaket in Höhe von 540 Mrd. Euro beschlossen: Dieses umfasst Kreditlinien des Euro-Rettungsschirms ESM von bis zu 240 Milliarden Euro, einen Garantiefonds für Unternehmenskredite der Europäischen Investitionsbank EIB in Höhe von 200 Milliarden Euro sowie ein Programm zur Finanzierung von Kurzarbeit im Umfang von 100 Milliarden Euro. Zudem unterstützt die EZB im Rahmen des Notfallankaufprogramms Pandemic Emergency Purchase Programme, kurz PEPP, gezielt die schwächeren Länder der Eurozone, indem sie von ihrem sonstigen Ankaufschlüssel abweicht und somit die Staatsanleihen von stärker betroffenen Ländern übergewichten kann. Dadurch sollen zu große Renditeanstiege verhindert werden.

Darüber hinaus einigten sich die Finanzminister auf die Schaffung eines Wiederaufbaufonds, dessen Details und Umfang jedoch noch nicht geklärt sind. Allerdings gibt es bereits recht konkrete Vorschläge. Den ersten unterbreiteten Merkel und Macron mit einem 500-Mrd.-Euro-Paket vornehmlich als Zuwendungen. Vehement dagegen waren Österreich, Schweden, Dänemark und die Niederlande. Die sogenannten „sparsamen Vier“ bevorzugen die Vergabe günstiger Kredite, lehnen aber nicht zurückzahlende Kredite ab. Diese Einstellung dürfte auch mit dem neuesten Entwurf aus Brüssel kollidieren, der der deutsch-französischen Initiative ähnelt, aber mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro weitaus größer ausfällt: Davon sind ebenfalls 500 Mrd. Euro als Zuschüsse vorgesehen. Der Rest soll in Form von Krediten vergeben werden, für die die EU haftet. Zur Finanzierung des Fonds würde die EU Anleihen begeben und erwägt neben eigenen EU-Steuern (unter anderem auf Plastik und für Digitales) auch höhere Zahlungen der Nationalstaaten.

### **Es gibt Grenzen – auch bei der Solidarität**

Insgesamt erwecken die bisherigen Maßnahmen den Eindruck, dass sich die Mitgliedsstaaten über ihre jeweilige Verantwortung und die Wichtigkeit des erfolgreichen Fortbestands der Eurozone im Klaren sind. Doch der Schritt hin zu einer gemeinsamen Verschuldung bleibt eine rote Linie, die einige Länder nicht überschreiten wollen. Insofern bevorzugen sie einen weiteren Ausbau der bestehenden Transfermechanismen, um so ihrer finanziellen Solidarität gegenüber der Eurozone und ihren Mitgliedsstaaten gerecht zu werden.

# Auf Sand gebaut?

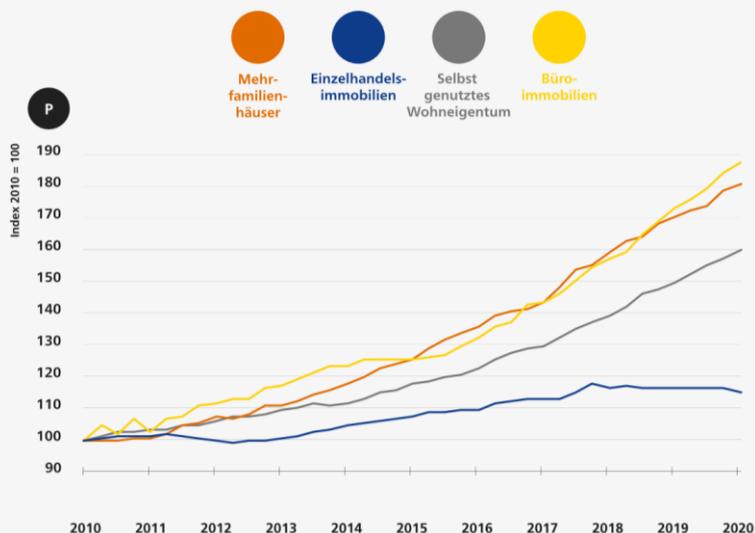
Corona bremst den Immobilienmarkt

## THINK-TANK

Thorsten Lange, Economist

**Anders als an den Aktienbörsen gab es am Immobilienmarkt nach dem Ausbruch der Pandemie keine hohen Verluste. Spuren wird das Corona-Virus in Gestalt der schweren Rezession zweifelsohne dennoch hinterlassen und als unmittelbare Folge die zehnjährige Preisrally beenden. Die Pandemie könnte auch in der Zukunft nachwirken und überfällige regionale Preisübertreibungen korrigieren oder den Strukturwandel im Handel beschleunigen.**

### Aufwärtstrend am Immobilienmarkt setzt sich im ersten Quartal 2020 fort



Quelle: vdp Verband deutscher Pfandbriefbanken

## **Auf den ersten Blick scheint alles noch im Lot**

Während die Wirtschaft bereits im März kräftig von der Pandemie gebremst wurde, sind in den Immobilienmarktdaten des ersten Quartals keine Belastungen sichtbar. Vielmehr hat sich der allgemeine Aufwärtstrend nach dem Jahreswechsel unbeirrt fortgesetzt: Ende März erreichten die Preise für Wohnimmobilien einen neuen Höchststand und verteuerten sich gegenüber dem ersten Quartal 2019 um 7%. Bei Gewerbeimmobilien legten die Preise für Büroobjekte ebenfalls kräftig zu, während sich bei Einzelhandelsimmobilien der leichte Abwärtstrend fortsetzte. Die Investitionen in Gewerbeimmobilien knüpften nahtlos an das hohe Volumen des Vorjahres an.

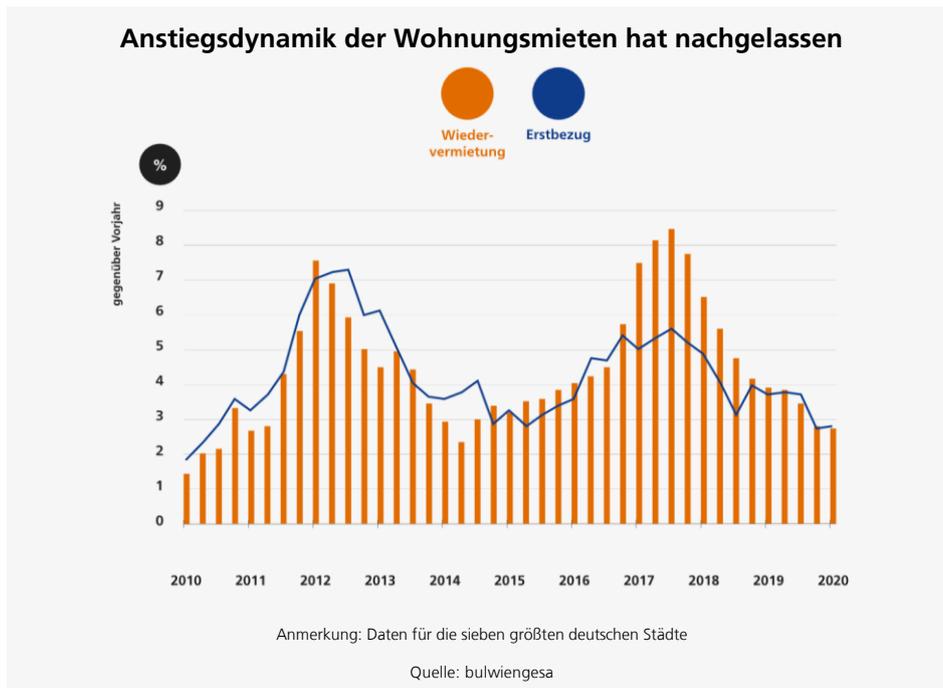
Diese Daten geben die Lage am Immobilienmarkt aber nur unzureichend wieder. Denn im Auftaktquartal wurde das Wachstum neben der guten Entwicklung in den ersten beiden Monaten im März vermutlich von Transaktionen geprägt, die vor dem Pandemieausbruch ausgehandelt worden sind. Tatsächlich dürfte der Immobilienmarkt in der ersten Pandemiephase weitgehend pausiert haben. Durch den Lockdown und die Kontaktbeschränkungen waren Objektbesichtigungen kaum durchführbar. Bei ausländischen Beteiligten kamen noch die Reisebeschränkungen hinzu. So sind anziehende Transaktionszahlen erst im Zuge gelockerter Infektionsschutzmaßnahmen wieder zu erwarten. Allerdings werden viele Kauf- und Mietinteressenten zunächst einmal eine Positionsbestimmung ihrer Lage vornehmen, bevor sie sich vertraglich für lange Zeit binden. Die geringere Transaktionszahl könnte zudem die Aussagekraft der im Sommer verfügbaren Marktdaten für das zweite Quartal mindern. Genauere Rückschlüsse über den Markt sind wohl erst im Herbst mit den Zahlen des dritten Quartals möglich, das schon von einer einsetzenden Konjunkturerholung profitieren könnte.



## **Ohne Folgen für den Wohnungsbedarf**

Am Wohnungsmarkt werden die Einflüsse, die vor allem in den Städten die Kaufpreise und Mieten in die Höhe getrieben haben, größtenteils fortbestehen. Das sind der hohe Wohnungsbedarf und das insgesamt knappe Angebot durch einen zu geringen Neubau. Zudem bleibt der Eigenheimkauf dank niedriger Zinsen erschwinglich. Und Anleger werden wohl weiterhin auf die als risikoarm geltende Wohnungsvermietung mit ihren zumindest leicht positiven Mietrenditen setzen. Dämpfend auf die Nachfrage von Eigenheimen und Mietwohnungen könnte sich jedoch die eingetrübte wirtschaftliche Situation der privaten Haushalte auswirken, abhängig von der weiteren Entwicklung am Arbeitsmarkt. Unter dem Strich dürften Kaufpreise und Mieten stabil bleiben. Allerdings spüren Vermieter bereits Belastungen durch Mietstundungen und -ausfälle, die durch die gute soziale Absicherung aber beherrschbar bleiben sollten. Preiskorrekturen bei Eigenheimen und Mehrfamilienhäusern dürften sich auf teure Metropolen konzentrieren, die bereits Überbewertungen aufweisen.

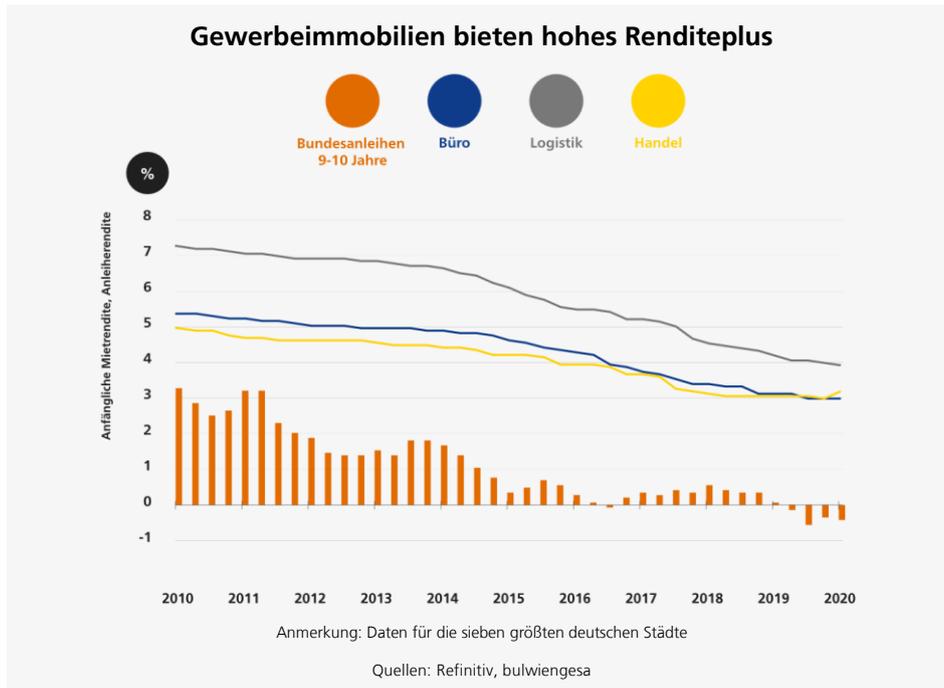
Sobald sich die Wirtschaft zu erholen beginnt, dürfte die Nachfrage nach Eigenheimen und Mietwohnungen sukzessive anziehen. Zu einer solch hohen Preisdynamik wie vor dem Pandemieausbruch wird der Markt aber wohl nicht zurückkehren. Denn nicht nur die bereits hohen Preise bremsen; hinzu kommt das durch steigende Neubauzahlen verbesserte Immobilienangebot. Im Großen und Ganzen wird die Vermietung von Wohnungen ein solides Geschäft bleiben. Allerdings müssen sich Vermieter mit der schärferen Regulierung des Wohnungsmarkts arrangieren, die noch ausgeweitet werden könnte. Auch das Konzept des Berliner Mietendeckels könnte Schule machen. Ob das Instrument in anderen Städten Nachahmer findet, wird vor allem vom Ausgang der rechtlichen Auseinandersetzung abhängen. Positiv auf die hiesige Wohnungsnachfrage könnte sich eine steigende Zuwanderung aus dem europäischen Ausland auswirken. Denn Deutschland übersteht die Pandemie voraussichtlich besser als viele andere Länder.



### Gewerbeimmobilien leiden stärker

Mit größeren Herausforderungen behaftet ist die Zukunft der bei Investoren gefragten Gewerbeimmobilien. Insbesondere der Einzelhandel – von Supermärkten abgesehen – hat in der Corona-Krise durch die Ladenschließungen erhebliche Umsatzeinbußen erlitten. Ohnehin vom Online-Shopping geschwächt, stellen Einzelhändler in großer Zahl ihre Mietzahlungen ein. Aber auch nach der Wiedereröffnung der Läden dürfte die Laune der Händler wohl gedämpft bleiben. Denn die Bedeutung von E-Commerce könnte noch zunehmen und der von der Wirtschaftskrise geschwächte Konsum wird die Umsätze in den Shopping-Meilen und Einkaufszentren noch einige Zeit belasten. So werden viele Einzelhändler versuchen, ihre Mietverträge neu zu verhandeln und dabei umsatzabhängige Mieten fordern. Die nachlassende Nachfrage nach Verkaufsfläche könnte den Rückgang der schon jetzt sinkenden Einzelhandelsmieten noch beschleunigen. Weitaus besser sieht es für Logistikobjekte aus. Zum einen sind sie ein zentraler Baustein der komplexen Lieferkette für das wachsende Online-Shopping. Zum anderen könnten Unternehmen zusätzliche Lagerflächen benötigen, wenn sie nach ihren Erfahrungen mit unterbrochenen Lieferketten ihre Vorratshaltung überdenken.

In puncto Büroflächen dürfte der Bedarf weitgehend stabil bleiben, sofern die Unternehmen in größerem Umfang auf Stellenabbau verzichten. Der bisherige Anstieg der Büromieten wird sich zwar nicht fortsetzen, aber das an den meisten Bürostandorten knappe Angebot dürfte Mieterückgängen entgegenwirken. Indessen können Mietausfälle durch Insolvenzen zunehmen. Auf lange Sicht könnte die Büroflächennachfrage jedoch nachlassen. Ob sich Homeoffice und flexibles Arbeiten dauerhaft etablieren, wird sich zeigen. Der Test in den vergangenen Monaten war jedenfalls erfolgreich. Sicher ist dagegen die anstehende Ruhestandswelle der Babyboomer-Jahrgänge, durch die das Arbeitskräftepotenzial in den kommenden Jahren sinken wird.



### Die Mischung macht's

Der Wohnungsmarkt dürfte die Krise ohne größere Blessuren überstehen. Das Interesse am Eigenheim wird nicht abebben. Für eine kräftigere Preiskorrektur müsste die Rezession in eine länger anhaltende Wirtschaftskrise übergehen. Anleger bieten Mehrfamilienhäuser und Gewerbeimmobilien weiterhin Renditevorteile gegenüber Anleihen. Allerdings nehmen die Risiken zu. Die regionalen Auswirkungen der Wohnungsmarktregulierung lassen sich kaum prognostizieren. Und bei Gewerbeimmobilien sind neben den unmittelbaren Auswirkungen der Wirtschaftskrise Verschiebungen der bisherigen Nachfragemuster zu bedenken, etwa durch demografische Entwicklungen oder eine beschleunigte Digitalisierung. Für Anleger am Immobilienmarkt heißt das: Selektiv und diversifiziert vorgehen.

# Eine Frage der Perspektive?

## Diogenes gehört zur Risikogruppe

### GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

**Diogenes liegt vor seiner Tonne in der Sonne – was nur deswegen geht, weil die sonst seine Behausung in zu geringem Abstand umschwärmenden Touristen fehlen. Das passt auch gut, denn das Kaffeehaus, in dem er sich sonst gern aufhält, ist geschlossen. Die Nachrichten des Tages, die Aufregerthemen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres, die er in normalen Zeiten mit mildem Interesse verfolgt, haben sich auf ein einziges reduziert: Corona. Und da über fast nichts anderes geredet wird, ist alles schon gesagt, was man als Laie dazu sagen kann.**

Eigentlich eine gute Gelegenheit für den Philosophen, mal einfach zu schweigen. Aber Diogenes ist eben – wie viele Philosophen – ein eher geschwätziger Mensch. Schon aufgrund seines mehr als biblischen Alters gehört er zur Risikogruppe. Da er vorhat, noch sehr lange zu leben, macht er sich schon Gedanken darüber, wie er denn über die nächsten Monate kommen wird. Das ist aber kein Thema für ein philosophisches Traktat von Bestand, denn die Lage ändert sich ja täglich.

Er begibt sich also in die Bibliothek und sofort in seine Lieblingsecke „Antike Philosophen“. Dort wird er schnell fündig bei Thukydides, Peloponnesischer Krieg, Buch 2, Kapitel 47 bis 54. Thukydides war bei Ausbruch der „Attischen Seuche“ im Jahr 430 v.Chr. 31 Jahre alt und hat sie überlebt – wie übrigens auch Diogenes' Eltern, die ihrem Sohn 20 Jahre nach der Seuche das Leben schenkten. Thukydides beschreibt die Plage in aller Klarheit. Es begann – auch bei vorher völlig gesunden Menschen – als ein starkes Hitzegefühl im Kopf mit Entzündungen der Augen und des Rachenraums. Folge waren Niesen, Heiserkeit, Husten und Atembeschwerden. Danach wurde der Magen angegriffen und es kam zu Krämpfen, Durchfall und galligem Erbrechen. Schließlich erfasste die Krankheit die Gliedmaßen bis in die Finger- und Zehenspitzen. Die meisten Betroffenen starben nach sechs bis acht Tagen, davon viele trotz guter Pflege. Von den Davongekommenen verloren viele Finger und Zehen oder ihr Gedächtnis, während andere erblindeten. Der Chronist zeigt auch beachtliches immunologisches Problembewusstsein, wenn er beispielsweise feststellt, dass keiner, der die Krankheit überstanden hatte, sie ein zweites Mal bekam, oder dass sogar Tiere von der Krankheit betroffen waren.

Heute weiß man, dass etwa ein Viertel der Bevölkerung von Attika der Seuche zum Opfer fiel und zum Teil in Massengräbern bestattet wurde. Das Ganze fand unglücklicherweise ausgerechnet während der Belagerung durch die Spartaner statt, als die Athener hinter ihren Stadtmauern eingepfercht waren – viel-

leicht auch gerade deswegen. Überdies fiel auch noch unser Feldherr Perikles der Seuche zum Opfer. Deswegen verlor Athen nicht nur den Peloponnesische Krieg, sondern von da an ging es mit der gesamten klassischen Kultur Griechenlands bergab. So viel zum Thema „Trost der Philosophie“.



Nun ja, die Geschichte wiederholt sich, aber das nächste Mal ist doch immer etwas anders. Medizinhistoriker haben sicher lange Listen darüber, was damals und heute gleich und was anders war. Damals wie heute gilt zum Beispiel, dass die Menschen mit Milliarden von Viren, Bakterien und dergleichen in ihrem Körper zusammenleben – meistens friedlich und durchaus zum Nutzen des menschlichen Organismus. Aber ab und zu wird der Friede gestört. Der antike Glaube, dass Seuchen ausbrechen, weil die Menschen nicht mehr im Einklang mit den Göttern stehen, lag insofern nicht völlig daneben. Der große Unterschied zu früher ist, dass heute die Menschen über Massenvernichtungsmittel in Form von Antibiotika und Impfstoffen verfügen. Nur, die Mikroorganismen lernen auch dazu und können schneller aufrüsten als wir. Und wenn, wie im jetzigen Fall, die Abwehrwaffen erst noch erfunden und dann produziert werden müssen, dann verteidigt man sich am ehesten gegen den Angriff, indem man sich erst einmal einbunkert.

„Wir haben alle während der Isolation dazugelernt.“

Und noch etwas aus der Bibliotheksecke „Antike Philosophie“ scheint Diogenes passend: Heraklit hat bekanntlich gesagt, der Krieg sei der Vater aller Dinge. Das hört man heute nicht mehr so gern, aber es ist etwas dran – für den Krieg zwischen Menschen und Viren vielleicht sogar noch mehr als für Kriege zwischen Menschen. Wir haben alle während der Isolation dazugelernt. Nicht nur über neue Kommunikationstechniken, sondern auch über uns selbst und unsere Mitmenschen, und darüber, was verzichtbar ist und was wichtig ist. Viele Unternehmen haben ebenfalls dazugelernt und innerhalb von Tagen Umstellungen in ihrem Angebot und ihren Abläufen vorgenommen, die sie ohne den Druck der Umstände so schnell nie angepackt hätten. Davon wird nach dem Ende der Pandemie vieles bleiben.

Berufe im Gesundheitswesen und in der Pflege, bei Versorgungsunternehmen, Liefer- und Logistikunternehmen und generell in den Infrastrukturleistungen haben gesteigerte Anerkennung erfahren. Es ist erfreulich, dass Einigkeit darüber besteht, dass die Beschäftigten dort gut bezahlt und nicht überlastet sein sollten. Für die aktuell „nicht systemrelevanten“ Branchen hofft Diogenes allerdings, dass dort nicht allzu viele Unternehmenslenker nun zu dem Schluss gekommen sind, dass die Mitarbeiter von zu Hause aus genauso gut arbeiten können. Dass also teurer Büroraum, Parkhäuser, Betriebskindergärten und Kantinen verzichtbar sind – oder gar, dass viele Mitarbeiter überhaupt nicht gebraucht werden und deshalb ihre Arbeit verlieren. Diogenes hat zwar keineswegs etwas gegen Müßiggang. Aber bitte nicht für alle, denn der Lebensunterhalt für Kinder, Rentner und Philosophen muss ja weiter erwirtschaftet werden.



# 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](http://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](http://www.dzbank.de)  
E-Mail: [mail@dzbank.de](mailto: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](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

## Verantwortlich für den Inhalt

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft  
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2020  
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der  
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 10. Juni 2020

## 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) – Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://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 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. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

#### 4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

#### 4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

**„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

**„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

**„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

#### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe **„Übergewichten“**, **„Untergewichten“** und **„Neutral gewichten“** verwendet.

**„Übergewichten“** bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird.

**„Untergewichten“** bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird.

**„Neutral gewichten“** bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht oder das Risikoprofil starke Schwankungen in beide Richtungen beinhaltet.

Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit „übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust.

##### 1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der gecoverten Anleihesegmente zueinander. Diese sind Anleihen der Segmente Staatsanleihen, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured).

##### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Die Gewichtungsempfehlungen in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen beziehen sich auf den relativen Vergleich der gecoverten Branchen innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen.

##### 3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered Bond Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich einer Jurisdiktion mit dem iBoxx € Covered Index.

#### 4.6 Derivate

Bei Derivaten (**Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future**) indizieren die verwendeten **Pfeile (↑)(↓)(→)** **nur die Trendrichtung**, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung** des **Analysten** wiederzugeben.

#### 4.7 Rohstoffe

**„Pfeil nach oben (↑)“** bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

**„Pfeil nach unten (↓)“** bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

**„Pfeil nach rechts (→)“** bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

## 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

- 5.1 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 Aktualisierung gerechnet werden kann.
- 5.2 **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** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.
- 5.3 Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:
- |  |                        |
|--|------------------------|
| <b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>                                    | zwölf Monate           |
| Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>                             | ein Monat              |
| Analysen zur Asset Allocation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ): | ein Monat              |
| Euro-Stoxx-Branchenstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):   | ein Monat              |
| Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):              | drei Monate            |
| <b>Aktienindizes (fundamental):</b>                                | drei Monate            |
| <b>Währungsräume:</b>  | sechs bis zwölf Monate |
| <b>Gewichtung von Marktsegmenten:</b>                              | sechs Monate           |
| <b>Gesamtmarktstrategie</b>  | sechs Monate           |
| <b>Branchenstrategie Unternehmensanleihen</b>                      | sechs Monate           |
| <b>Strategie Covered Bonds:</b>                                    | sechs Monate           |
- Derivate**  
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat
- Rohstoffe:** ein Monat
- 5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend und unangekündigt unterbleiben**.
- 5.5 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt 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.
- ## 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten
- 6.1 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 6.2 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.
- 6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4 **Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**
- 6.5 Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** 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.
- 6.6 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.
- 6.7 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.
- ## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung
- ### 7.1 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 Mitgliedstaat 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 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 Wirtschaftsraums 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.
- ### 7.2 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. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS 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.
- ### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung
- Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher **nicht alleinige Grundlage** für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.
- ## 8 Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren
- Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten, allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.**

## II. RECHTLICHE HINWEISE

1. 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.
2. 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.
3. 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 Kurservartungen, 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.
4. 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.
5. 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.
6. 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 Portfolioverwalter 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.
7. 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.