

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich

#3/2020

September 2020

Research. Trends. Analysen.

Gut gemeint ...

... aber staatliche Finanzhilfen sind keine Dauerlösung

Inhalt

AUSGABE #3 / 2020



IM FOKUS

Gut gemeint ...

... aber staatliche Finanzhilfen sind keine Dauerlösung

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Überbewertet?

Es liegt etwas in der Luft

Seite 8



ANLAGESTRATEGIE

Nur nicht schrumpfen

Wie sich der reale Wert des Anlagekapitals
erhalten lässt

Seite 11

Zinsflaute in der
Dauerschleife -
wie verhalten
sich Privatanleger?

EXPERTEN-INTERVIEW

Mit Jutta von Bargen, Leiterin Vermögensmanagement,
Hamburger Volksbank eG,

Seite 14

B³

DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

Seite 16



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Kommt die digitale Mietbremse?

Wie Homeoffice und beschleunigte Digitalisierung
den Immobilienmarkt verändern

Seite 18



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 23



WUSSTEN SIE SCHON?

Auf Kurs

Wer vom neuen Normal profitiert

Seite 28



WAS IST EIGENTLICH

Schuldentragfähigkeit?

Und wann wird die italienische Staatsverschuldung
zum Problem?

Seite 32



THINK-TANK

Adieu, Glaskugel

Neue Umfragemethoden sollen Wahlprognosen
präzisieren

Seite 35



GLOSSE

Wenn alle alles haben ...

Diogenes' Traum vom Geldregen

Seite 39

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 41

So viele Experimente

EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

haben Sie sich auch schon einmal überlegt, was Sie tun würden, wenn Sie über Nacht um eine Million Euro reicher würden? Und was es bedeuten würde, wenn alle ihre Nachbarn eines Morgens ebenfalls eine Million mehr auf dem Konto hätten? Unser Haus-Philosoph Diogenes hat sich darüber auch so seine Gedanken gemacht.

So weit hergeholt, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag, ist dieses Millionen-Szenario auch gar nicht unbedingt. Die Notenbanken pumpen im Zuge der Krisenbekämpfung rund um den Globus jeden Monat Milliarden in den Markt. Sie sorgen so für negative Zinsen am Anleihemarkt und steigende Kurse bei den Aktien. Die Wirtschaftspolitik versucht darüber hinaus, die Risiken für Unternehmen und private Haushalte so gut es geht aufzufangen. Stützungs- und Kreditprogramme für Unternehmen, die Aussetzung der Insolvenzpflicht, Kurzarbeiterregelungen und direkte Zahlungen an Haushalte zählen zu den Maßnahmen, die den Sturz in die Rezession abfedern sollen. Das ist Konjunkturpolitik in einer ganz neuen Qualität, und in unserer Rubrik „Im Fokus“ fragen wir uns, welche langfristigen – und möglicherweise unerwünschten – Folgen dies wohl haben könnte. Denn eines ist klar: So „Gut gemeint ...“ die Maßnahmen auch sind, so unvermeidbar wie schmelzendes Speiseeis an einem heißen Sommertag sind auch die Veränderungen, die die Krise mit sich bringt.

In unsicheren Zeiten hält man sich an das, was man kennt. Für den privaten Investor ist das häufig das sogenannte Betongold, also das Immobilieneigentum. Die günstigen Finanzierungsbedingungen und die fehlenden Anlagealternativen sorgen für eine stetige Nachfrage am Immobilienmarkt, trotz des mittlerweile hohen Preisniveaus und der teilweise unsicheren Einkommensperspektiven. In unserem Research-Spezialthema widmen wir uns dieses Mal der Frage, ob der Trend zum Homeoffice den Immobilienboom in den Metropolen ernsthaft gefährden kann.

„Nur nicht schrumpfen“ ist schließlich unsere Rubrik Anlagestrategie in diesem Friedrich überschrieben. Wir klopfen die verschiedenen Anlageformen daraufhin ab, ob sie unter den herrschenden, außergewöhnlichen Bedingungen zumindest die Chance auf einen Werterhalt des eingesetzten Kapitals bieten.

Doch es gibt auch Profiteure der neuen Normalität: Unternehmen und Branchen, die schon sehr früh wegweisende Trends erkannt haben. Genau solche kommen in dieser unsicheren Zeit zum Zug. Mehr dazu in unserer Rubrik „Wussten Sie schon?“.

Liebe Leserin, lieber Leser, ich wünsche Ihnen wie immer eine anregende Lektüre. Bleiben Sie aufmerksam, und bleiben Sie gesund!

Ihr Stefan Bielmeier
Chefvolkswirt



IM FOKUS

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt & Dr. Michael Holstein, Economist

Die Corona-Krise hat in fast allen Ländern historische Wirtschaftseinbrüche ausgelöst. Historisch ist auch der Umfang der staatlichen Hilfsprogramme. Auch deshalb sind die Folgen für die Arbeitsmärkte in vielen Ländern bislang überschaubar. Langfristig ist das aber keine tragfähige Lösung.

Corona hat die Industrieländer in die schwerste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg gestürzt. Anders als bei einem Krieg wurde der Kapitalstock aber (Gott sein Dank!) nicht vernichtet. Die sozioökonomischen Folgen sind jedoch enorm. Die Lebensgewohnheiten der meisten Menschen in den Industrieländern haben sich verändert: Homeoffice, mehr Onlineshopping, kaum Ausgehen, weniger Reisen, um nur einige der Veränderungen zu nennen.

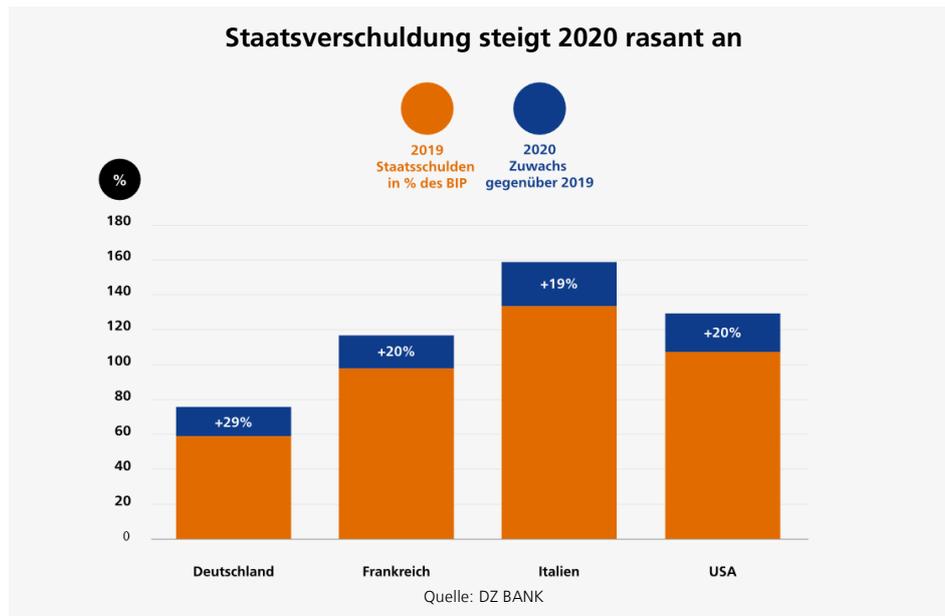
Gleichzeitig hat sich der Trend hin zu einer geringeren Vernetzung der Weltwirtschaft etabliert. Die Lieferketten werden wieder kürzer, die Abhängigkeit von importierten Vorleistungen soll verringert werden. Diese Entwicklungen führen dazu, dass bislang funktionierende Geschäftsmodelle unter Druck kommen und die Profitabilität sinkt. Die normale wirtschaftliche Reaktion wäre, dass Unternehmen aus dem Markt ausscheiden, insolvent gehen und damit Platz machen für neue Geschäftsmodelle. Die Folgen, die man zu erwarten hätte, wären also steigende Insolvenzen, ein zeitweiliger Anstieg der Arbeitslosigkeit, Investitionen in neue Geschäftsmodelle sowie in Aus- und Weiterbildung und die Etablierung von neuen Geschäftsideen. Allmählich und sicherlich auch „unter Schmerzen“ würden die Volkswirtschaften ein neues Gleichgewicht finden.

Mit Vollkasko mentalität durch die Krise

Diese eigentlich unumgänglichen Veränderungen in den Volkswirtschaften wurden allerdings nicht zugelassen: Gleich zu Beginn der Krise haben die Regierungen mit großen Ausgabenprogrammen reagiert, um die ersten Folgen abzufedern. Daraus hat sich mittlerweile eine Denk- und Anspruchshaltung entwickelt, deren Ziel es ist, den Status quo ante für die Krisenzeit quasi einzufrieren. Mit Instrumenten wie dem

Kurzarbeitergeld und der Verschiebung von Insolvenzen soll die Krise ausgesessen werden. Nach der erfolgreichen Entwicklung eines Impfstoffes und der folgenden Immunisierung der Bevölkerung könnte dann das Wirtschaftsleben wieder zu den alten Mustern zurückkehren.

Es hat sich sogar teilweise eine Art „Vollkaskomentalität“ entwickelt: Der Staat soll alle möglichen, auch subjektiven negativen Folgen und Nebenwirkungen der Krise verhindern, auffangen oder ausgleichen. Dafür scheint man zunehmend auch bereit zu sein, den Regierungen mehr Rechte einzuräumen, also letztlich Freiheit gegen Sorglosigkeit einzutauschen.



Diese Therapie bleibt natürlich nicht ohne Folgen. Die Staatsverschuldung steigt in allen Ländern stark an, es kommt zur (Teil-) Verstaatlichung von Unternehmen. Damit nehmen auch die Eingriffe der Regierung in die Wirtschaft zu. Die Folgen sind geringere Effizienz und weniger innovative Volkswirtschaften, geringeres Wachstum, höhere Verschuldung und ein höherer Staatsanteil in der Volkswirtschaft.

Wie lange kann das gutgehen?

Es ist offensichtlich, dass man eine solche Wirtschaftspolitik nur eine begrenzte Zeit durchhalten kann. Als extremes Beispiel sei hier an den Zusammenbruch des kommunistischen Systems erinnert. Die Länder, die sich am schnellsten von dieser rückgewandten Wirtschafts- und Strukturpolitik lösen, werden enorme Standortvorteile gewinnen und für Investitionen sehr attraktiv werden.



An den Finanzmärkten spiegelt sich diese Entwicklung noch nicht wider. Zu groß sind die Eingriffe der Zentralbanken und die Wirkung der extrem niedrigen Notenbankzinsen. Jedoch kommen die Notenbanken allmählich stärker unter Rechtfertigungszwang. Ein Indiz dafür ist, dass alle großen Notenbanken in den letzten Monaten ein Programm zur Überprüfung ihrer Strategie gestartet haben.

Man bekommt tatsächlich den Eindruck, dass es das Ziel und auch die Hoffnung vieler ist, die jetzigen geldpolitischen Maßnahmen fortsetzen zu können, auch wenn sich das Umfeld ändert. Auf Dauer wird dies aber kaum gelingen, denn mit steigenden Zentralbankbilanzen und Geldmengen dürfte das Vertrauen in die Notenbanken schwinden - und damit letztendlich auch deren Handlungsoptionen.

Kurzfristig dynamisch, langfristig stabil

Als Investor sollte man die aktuelle Rally an den Aktien- und Anleihemärkten ohne viel Nachdenken mitnehmen. Spätestens im nächsten Jahr dürfte es jedoch an der Zeit sein, sich Gedanken darüber zu machen, welche Länder reformfreudig sind und welche Unternehmen ein zukunftsfähiges Geschäftsmodell haben. Danach sollte man dann die Asset Allokation langfristig ausrichten.



MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Rekordhohe Corona-Hilfsprogramme und Liquiditätsspritzen der Regierungen und Notenbanken sowie die Aussicht auf einen Covid-19-Impfstoff beflügeln Aktienmärkte weltweit. Auch der Goldpreis erklimmt ein neues Allzeithoch. Doch es bestehen Unsicherheitsfaktoren für die Märkte. Der größte geht vom weiteren Verlauf der Pandemie aus, ist aber längst nicht der einzige.

Sowohl in den USA als auch hierzulande sind die Unternehmensgewinne im zweiten Quartal 2020 stark eingebrochen. Dennoch erfuhren die Aktienmärkte von der Berichtssaison zum zweiten Quartal gute Unterstützung, da die zuvor reduzierten Erwartungen der Analysten im Schnitt übertroffen wurden. Hinzu kommt die Tatsache, dass an der Börse vor allem die Zukunft gehandelt wird. Trotz der in Deutschland und anderen Ländern der Eurozone tendenziell steigenden Covid-19-Neuinfektionen gehen die Marktteilnehmer von einer zügigen Konjunkturerholung aus, die allerdings nicht frei von Risiken ist. Dass Unwägbarkeiten für den Aufschwung bestehen, zeigt die jüngste Erhebung unter den Einkaufsmanagern in der Eurozone. Im Dienstleistungsbereich hielt sich der PMI-Index nur knapp oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten; besser läuft es in der Industrie.

Aktien: Erhöhte Volatilität nicht ausgeschlossen

Über die Herbstmonate ist an den Finanzmärkten mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen – vor allem aus politischen Gründen. Sollte es nicht gelingen, hinsichtlich eines Freihandelsabkommens bis zum 31. Oktober Bewegung in die festgefahrenen Verhandlungen zwischen Großbritannien und der EU zu bringen, droht zum Jahresende ein harter Brexit. Auch die am 3. November 2020 stattfindende US-Präsidentenwahl wirft ihre Schatten voraus. Umfragen zufolge hat der demokratische Herausforderer Joe Biden einen Vorsprung gegenüber dem jetzigen Amtsinhaber. Doch diese Umfrageergebnisse sind mit Vorsicht zu genießen: Zumeist entscheidet sich der Kampf um die Präsidentschaft in den „Swing States“, in denen keine Partei von vornherein das Rennen dominiert. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten könnte sich sogar noch erhöhen, sollte Trump ein für ihn ungünstiges Wahlergebnis nicht anerkennen. Gewinnen die Demokraten, stellt sich die Frage nach den Auswirkungen ihrer wirtschaftspolitischen Zielsetzungen. Wenn sie ihre Schwerpunkte wie angekündigt auf mehr Regulierung und Steuererhöhungen setzen,

gleichzeitig aber auch auf einen etwas konzilianteren Umgang im Wirtschaftskonflikt mit China, dürften sich diese Effekte an den Märkten wohl nivellieren und allenfalls auf Branchenebene Wirkung zeigen.

Noch ignorieren die US-Aktienmärkte die näher rückende Präsidentschaftswahl. So hat nun auch der S&P 500 im August neue Höchststände markiert, nachdem bereits der Nasdaq seit Wochen von einem Rekordhoch zum nächsten eilt. Gerade die Technologiebörse profitiert von strukturellen Veränderungen wie dem wachsenden Trend zur digitalisierten Geschäftswelt.



Derzeit ist die Bewertung der Aktienmärkte zwar heiß gelaufen. Von einer Blasenbildung wie im Jahr 2000 – speziell bei den haussierenden US-Technologiewerten – kann bisher aber keine Rede sein. Dennoch: Für mögliche Rücksetzer sprechen die ambitionierte Bewertung der Aktienmärkte sowie die politischen Risiken und nicht zuletzt der weitere Pandemie-Verlauf. Doch all jene, die der Meinung sind, dass sich die Welt nach der Pandemie wieder normalisieren wird, kommen langfristig an einer Beimischung von Aktien nicht vorbei.

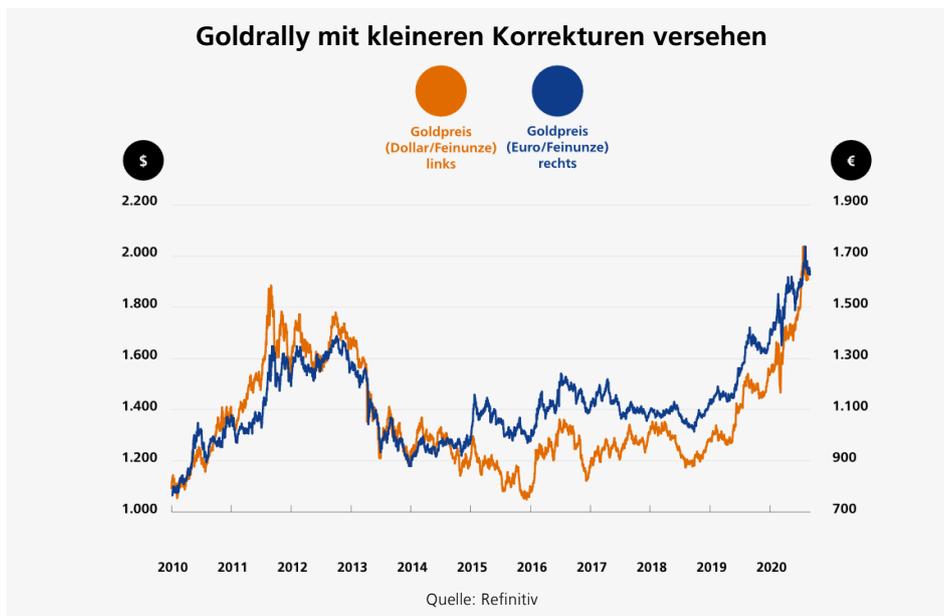
DZ BANK Index-Prognosen

	Index	31.12.2020	30.06.2021
Europa	Euro Stoxx 50	3.400	3.500
Deutschland	DAX	12.700	13.500
USA	S&P 500	3.400	3.500

Quelle: DZ BANK

Gold dürfte zum Jahresende bei 2.050 Dollar stehen

Gold hat seit Beginn des dritten Quartals 2020 – von Korrekturen abgesehen – eine starke Performance von aktuell rund 9% (in US-Dollar) erzielt. Mit Notierungen von über 2.075 Dollar je Feinunze hat es ein neues Allzeithoch erreicht und das bisherige von 1.921 Dollar aus dem Jahr 2011 in den Schatten gestellt. Insbesondere die ETF-Investoren zeigten sich für diesen Preisanstieg verantwortlich. Denn in unsicheren Zeiten ist Gold als stabile Anlage beliebt. So hat die aufgrund der Unwägbarkeiten der Corona-Pandemie erforderliche sehr lockere Geld- und Wirtschaftspolitik ihm zusätzlich in die Karten gespielt.



Solange sich die ETF-Investoren nicht umfangreich verabschieden, bleibt Gold gut unterstützt. Denn langfristige Inflationsrisiken sind mit Blick auf die expansive Geld- und Wirtschaftspolitik nicht auszuschließen. Auch die politischen Unsicherheitsfaktoren sollten dem Goldpreis unter die Arme greifen: Er dürfte es sich zum Jahresende 2020 bei 2.050 Dollar je Feinunze gemütlich machen.

DZ BANK Gold-Prognosen

	31.12.2020	30.06.2021
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	2.050	1.900
Goldpreis in Euro je Feinunze	1.783	1.652

Quelle: DZ BANK



Nur nicht schrumpfen

Wie sich der reale Wert des Anlagekapitals erhalten lässt

ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Im wachstumsschwachen, zinslosen Umfeld ist es schwierig, rentabel zu investieren. Im Vordergrund steht der reale Erhalt des Anlagekapitals, höhere Ziele erscheinen zu ambitioniert. Welche Aussichten haben einzelne Assetklassen?

Um den wirtschaftlichen Schaden der Corona-Krise einzudämmen, haben die Institutionen Liquiditäts- und Hilfsprogramme in Rekordhöhe bereitgestellt. Und die Milliarden fließen weiter. Für Anleger ist klar: Auch im neuen Jahrzehnt wird sich die Geldschwemme fortsetzen. In Anbetracht weltweit immer höherer Schulden dürften die Zinsen auf Jahre hinaus nicht steigen.

Bei Anleihen ist Spürsinn gefragt

Auf dem Konto wird das Geld jedes Jahr weniger, weil die Gebühren die Minizinsen übersteigen. Nach Abzug der Inflation ist der reale Wertverlust noch größer. Wer eine auskömmliche Rendite sucht, wird an den **Anleihemärkten** nur noch selten fündig: Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren – die Referenzanlage unter den Festverzinslichen – notieren mit einer leicht negativen Rendite. Zieht man die moderate Inflation ab, ergibt sich eine negative Realverzinsung von knapp 2%. Hochgerechnet auf zehn Jahre vernichten Sparer so rund ein Fünftel ihres Kapitalstocks. Und das nicht nur hierzulande. An nahezu allen großen Staatsanleihemärkten der Welt müssen Anleger draufzahlen, um Anleihen kaufen zu können. Mit Ausnahme der USA, deren Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit jedoch auch lediglich mit 0,7% rentieren. Höhere Renditen sind nur noch in einzelnen Emerging Markets erzielbar. Dort allerdings gehen Anleger üblicherweise ein Währungsrisiko ein, das den geringen Zinsertrag zunichtemachen kann.

Nicht besser sieht es bei Unternehmensanleihen aus. Auch hier sind die Renditen in den vergangenen Jahren kontinuierlich gefallen, durch die steigende Nachfrage seitens Investoren und Notenbanken. Künftig wird es für Anleger zwar opportunistisch Chancen geben, auf Zinserträge und Kurssteigerungen bei Anleihen zu setzen. Für die meisten Privatanleger ist es jedoch in der Praxis nicht immer möglich, solche Positionierungen ohne viel Aufwand aufzuspüren.

Immobilienmarkt insgesamt solide

In den ersten Monaten der Corona-Pandemie hat sich der **Immobilienmarkt** (mehr dazu in der Rubrik „Research-Spezialthema“) insgesamt robust gezeigt. Für privates Wohneigentum bleibt die Nachfrage bei weiter gestiegenen Preisen stabil, nicht zuletzt wegen des anhaltenden Zinstiefs. Stabil sind bislang auch die Büromieten. Allerdings dürfte die Nachfrage nach Büroflächen bei steigenden Leerständen weiter nachgeben, zumal sich das Arbeiten von zu Hause möglicherweise fest etablieren wird. Anders die Situation bei Gewerbeimmobilien: Hotels und Einzelhandel litten besonders unter dem Lockdown. Ein schnelles Ende der Durststrecke ist unwahrscheinlich, weil die Schwäche der Wirtschaft anhält und sich der strukturelle Trend zu weniger Dienstreisen und mehr Online-Einkauf fortsetzen dürfte. Gleichwohl scheinen Hotels weniger stark betroffen, weil zumindest die Urlaubsgäste nach und nach zurückkehren, wie die Sommerferien gezeigt haben.

Immobilien bleiben für Anleger attraktiv, wenn auch für Wohnimmobilien die Zeit stark steigender Mieten und Verkaufspreise vorbei sein dürfte. Bei Gewerbeimmobilien ist eine stärkere Differenzierung nach Untersegmenten zu erwarten: Stärker gefragt bleiben dürften Logistik, Wohnen und Büros, Handel und Hotels sollten eher gemieden werden.

Gold als Beimischung

Ein Nischendasein im Portfolio dürften auch in Zukunft **Rohstoffe** fristen. Gold – als stabilisierende Position für Depots – erfuhr in den vergangenen Monaten eine erhebliche Nachfragesteigerung. Doch nach der Rally scheint die Preisentwicklung ausgereizt, sodass wir kaum noch Potenzial sehen. Ähnlich optimistisch wie heute war die Marktstimmung für Gold zuletzt 2011. Was folgte, waren neun Jahre anhaltender Baisse, während sich die Aktienkurse vervielfachten. Damit bleiben Anlagen in Gold langfristig nur für Anleger interessant, die ihr Vermögen sehr breit streuen wollen.

Bei Aktien kommt es auf den Substanzwert an

Die **Aktienmärkte** haben sich während der Corona-Pandemie besser gehalten als in früheren Krisen. Zwar brachen die Kurse ein, doch die Phase der Unsicherheit war nur kurz. Zum schnellen Comeback trugen mehrere Faktoren bei. Ein wichtiges Signal setzten Regierungen und Notenbanken mit ihren umfangreichen Hilfs- und Liquiditätsmaßnahmen. Dank dieser noch aus der Finanzkrise bekannten Rettungsmechanismen fassten Anleger schnell wieder Vertrauen. Hinzu kam eine Leitbörse in den USA, die von einer kleinen Gruppe gut performender Unternehmen dominiert wird: die Techunternehmen, deren gute wirtschaftliche Entwicklung verdeutlichte, dass nicht alle Sektoren unter der Krise leiden werden. Zwar profitierten die Aktienkurse auch von den niedrigen Kapitalmarktzinsen, weil Anleger verstärkt Aktien kaufen, um wenigstens Dividendenerträge zu vereinnahmen. Für eine anhaltend positive Entwicklung am Aktienmarkt bedarf es aber in erster Linie steigender Unternehmensgewinne.

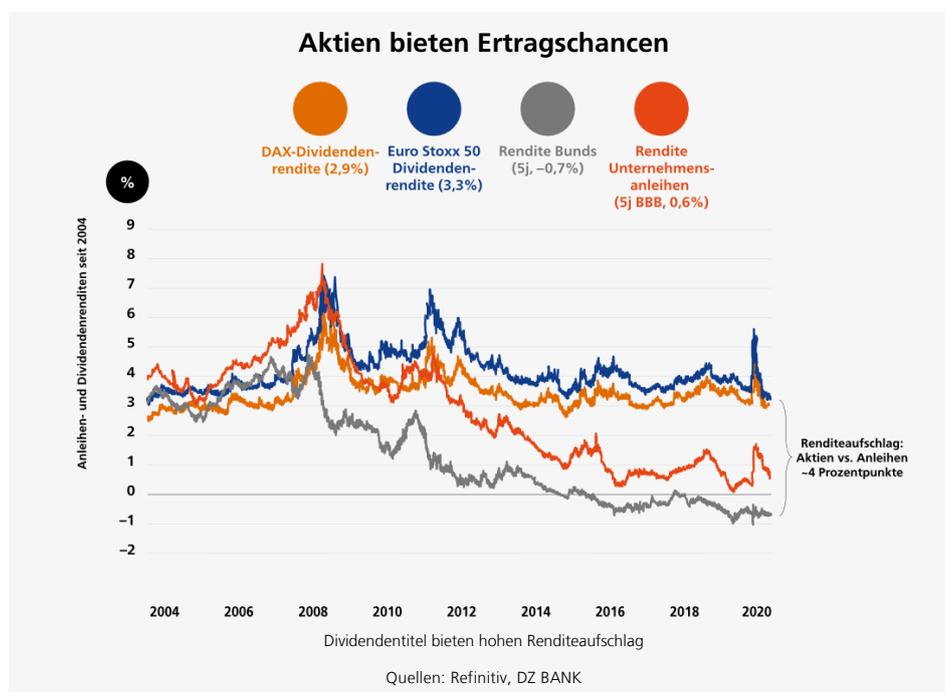
Derzeit nehmen die Aktienindizes eine Erholung des gedrückten Gewinnniveaus vorweg. Nachhaltig scheint dieses erst erreichbar, wenn die Konjunktur wieder zur alten Schlagkraft zurückgekehrt ist. Und das dürfte dauern. Sollten die Kurse trotzdem weiter steigen, droht eine zunehmende Entkopplung zwischen Realwirtschaft und Aktienmarkt. Jüngst ist die Bewertung heiß gelaufen, auch beim heimischen DAX. Hier notiert das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für 2020 bei 20 und zeigt eine Überbewertung um 50% gegenüber der Historie an. Dafür sorgte der starke Kursaufschwung bei gleichzeitig einbrechenden Gewinnschätzungen. Anleger sollten sich davon aber nicht zu sehr beirren lassen. Die Unternehmensgewinne sollten sich in den nächsten Jahren erholen, was auch zu einer attraktiveren Bewertung führen wird. Substanzwertorientierte Kennzahlen, wie das Kurs-Buchwert-Verhältnis, die in Rezessionen zuverlässigere Einschätzungen als das stark schwankende KGV liefern, zeigen keine Überbewertung des Aktienmarktes an – zumindest nicht in Europa.

In den USA, aber auch im MSCI Weltindex, wird der Aktienkursaufschwung dominiert von den haussierenden US-Technologieaktien. Beim Blick auf die Nasdaq werden Erinnerungen an das Jahr 2020 wach: die „Dotcom“-Blase. Von einer neuerlichen Blasenbildung kann aber (noch) keine Rede sein. Zwar ist die Bewertung des Nasdaq-100 auf Basis des für 2021 erwarteten KGV von 33 ambitioniert. Aber im März 2000, dem Hochpunkt der Blase der Internetwerte, war die Bewertung fast fünfmal so hoch – 165 KGV-Punkte.

An den Aktienmärkten rechnen wir mit einem schwächeren Herbst und sehen wenig Kurspotenzial im kommenden Jahr. Langfristig bleiben Aktien eine der wenigen Anlageklassen mit Ertragspotenzial. Sie verbieten eine Beteiligung an der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, am nominalen Wachstum. Anleger, die der Meinung sind, dass sich die Welt nach der Corona-Pandemie wieder normalisieren wird, kommen langfristig an einer Beimischung von Aktien nicht vorbei. Wer breit streut, also auch international Top-Unternehmen kauft, und einen sehr langfristigen Anlagehorizont hat, hat bisher jede Krise durchgestanden.

Rentable Anlagen beimischen

Die Geldschwemme der Notenbanken und Regierungen, die mit der großen Finanzkrise 2008/09 ihren Auftakt nahm, wird sich in den nächsten Jahren fortsetzen. Geld kostet, gemessen am Zins, weltweit immer weniger. Für Anleger steht der reale Kapitalerhalt des Vermögens im Vordergrund. Dieses Ziel ist durch die Beimischung rentabler Anlageklassen erreichbar. Zu diesen gehören auch in Zukunft Immobilien und Aktien, wenngleich diese Märkte nach dem Aufschwung der vergangenen Jahre konsolidieren könnten. Mittelfristig müssen Wirtschaftskraft und Unternehmensgewinne das Niveau vor der Krise überschreiten, damit die Aktienkurse weiter steigen können. Bis dahin bleiben die Kurse gut unterstützt, vor allem dank des freundlichen Zinsumfelds.



Zinsflaute in der Dauerschleife – wie verhalten sich Privatanleger?

EXPERTEN-INTERVIEW

Interview (vom 4. September 2020) mit Jutta von Barga, Leiterin Vermögensmanagement, Hamburger Volksbank eG

„Immer mehr Privatanleger geben die Hoffnung auf, dass die Zinsen schnell wieder auf ein auskömmliches Niveau steigen“, sagt Jutta von Barga, und erklärt, was ihre Kunden bei der Geldanlage bewegt.

Friedrich: Bereits seit Jahren erhalten Anleger keine Zinsen mehr für ihr Geld. Wie agieren Ihre Kunden? Hat sich dieses Verhalten seit Corona verändert?

Jutta von Barga: Ja, immer mehr Anleger geben die Hoffnung auf, dass die Zinsen schnell wieder auf ein auskömmliches Niveau steigen und haben eben auch ihre Anlagestrategie dieser Realität angepasst. Nach unserer Erfahrung haben viele Kunden die Zeit während des Lockdowns und im Homeoffice genutzt, um sich mit ihren Vermögensanlagen auseinanderzusetzen, einige haben sich sogar erstmalig überhaupt mit diesem Thema beschäftigt – und sind dann auf uns als Bank und unsere Berater zugekommen.

Friedrich: Die Deutschen haben eine fast chronische Angst vor Inflation. Aktieninvestments sind ein probates Mittel – auch für deutsche Anleger?

Jutta von Barga: Na, das ist wirklich eine spannende Frage. Der Umgang mit Geld wird ja üblicherweise in den Familien weitergegeben, und zwar von Generation zu Generation. Und da sind natürlich historisch bedingt einige schlechte Erfahrungen in früheren Generationen gemacht worden – sei es kriegsbedingt und Hyperinflation, aber sicherlich auch die riesigen Kursverluste am Neuen Markt, ich erinnere auch mal an die Volksaktie. Und aus diesem Grund besteht eine gewisse Aversion. Ich finde es aber sehr erfreulich, dass sich dieser Trend in den letzten Wochen eigentlich ein bisschen – ich will nicht sagen umkehrt, aber doch – auflöst. Es gibt immer mehr Kunden, die für sich die Aktie nicht mehr per se ausschließen, sondern sich diesem Investment nähern wollen und uns einfach mal fragen.

Friedrich: Wie sehen das Ihre Kunden? Was machen Sie anders und welche Ideen gibt es für die nächsten Jahre?

Jutta von Bargaen: Auch unsere Kundschaft ist ein Abbild der Gesellschaft. Wir finden es sehr erfreulich, dass viele Kunden sich jetzt erstmalig mit Wertpapieren beschäftigen oder sich intensiver damit beschäftigen und für sich persönlich nicht mehr per se Aktien als Alternative zur Anlage ausschließen, sondern auch da auf uns zukommen und gezielt Fragen stellen: Wie kann man eigentlich sein Vermögen breit gestreut mit Aktien investieren? Und sie kommen nicht nur zu uns, indem sie mit uns in persönlichen Kontakt treten. Wir haben als wertpapierstarke Bank sehr viele sehr qualifizierte Berater, die unseren Kunden sowohl vor Ort als auch am Telefon Auskünfte zu allen Anlageformen geben, und das sehr gern. Seit Corona haben wir auch Videokonferenzen mit unseren Kunden aufgebaut. Und das ist sicherlich eine Idee – das wird nämlich gut angenommen –, die wir auch in den nächsten Jahren fortsetzen wollen: Einfach eine qualifizierte sehr gute Beratung über alle Kommunikationswege, wann immer der Kunde das wünscht.

Friedrich: Welche Rolle spielt „nachhaltiges Investieren“ bei Ihren Kunden und was erwarten Sie für die Zeit nach Corona?

Jutta von Bargaen: Ich glaube, dass Nachhaltigkeit mittlerweile auch in der Breite der Bevölkerung als Thema angekommen ist und auch keine Modeerscheinung ist, sondern wirklich ein nachhaltiger Trend, der sich auch auf Anlageentscheidungen auswirken wird. Insofern glaube ich schon, dass wir auch noch verstärkt in den nächsten Jahren das Thema Nachhaltigkeit mit unseren Kunden – auch in Bezug auf Vermögensanlagen – besprechen werden: Weil es den meisten Menschen einfach nicht mehr egal ist, zu welchen Bedingungen oder unter welchen Bedingungen die Produkte, die sie kaufen, produziert werden und wie sich ihr Konsumverhalten auf unseren Planeten auswirkt. Und die Steuerung über Finanzströme ist dabei – glaube ich – ein sehr wirkungsvolles Instrument.

B³

Bestes aus Bielmeiers Blog

DZ BANK BLOG

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

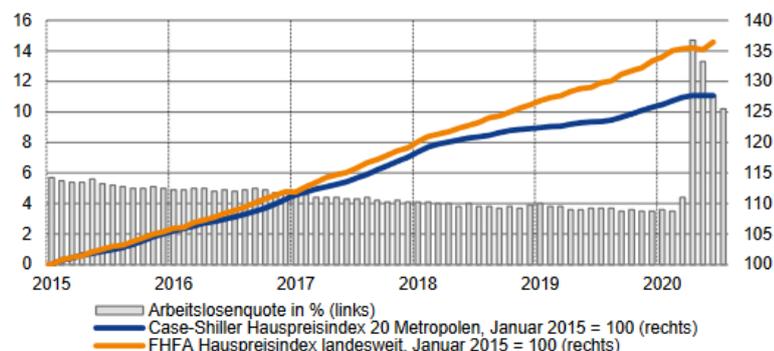
1. Trotz Corona gute Stimmung am US-Häusermarkt (vom 7. September 2020):

Der US-amerikanische Häusermarkt ist bislang weitgehend unbeschadet durch die Corona-Pandemie gekommen, trotz einer explosionsartig ausgeweiteten Arbeitslosigkeit, vielen Corona-Infektionen und den schon recht hohen Immobilienpreisen. Doch die Stimmung am Häusermarkt brach nur kurz ein, um unmittelbar danach ein höheres Niveau zu erreichen. Die Hauspreise stagnieren derzeit und bewegen sich dabei in der Pandemie auf ihrem Allzeit-Hoch.

Drei Prozent für eine 30-jährige Standardhypothek – nie zuvor konnten Häuser so günstig finanziert werden. Entsprechend attraktiv ist das Marktumfeld für Käufer mit einem sicheren Job. Die Suche nach dem passenden Eigenheim ist schon schwieriger. Das Immobilienangebot ist so knapp wie selten zuvor.

Das Zinstief wird die Nachfrage weiter stützen und den Markt in Verbindung mit dem knappen Immobilienangebot stabilisieren. Die Gefahr einer spürbaren Preiskorrektur nimmt auch mit Blick auf die eingesetzte wirtschaftliche Erholung ab. Demgegenüber spricht die hohe Arbeitslosigkeit gegen merklich anziehende Hauspreise.

DER STARKE ANSTIEG DER ARBEITSLOSIGKEIT ZWINGT HÄUSERMARKT NICHT IN DIE KNIE



Quelle: BLS, FHFA, S&P

2. Wenn die Realität zu kompliziert wird (vom 4. September 2020)

Die Corona-Pandemie hat Wirtschaft und Gesellschaft in vielen Ländern auf eine harte Probe gestellt. Nicht alle schaffen es, sich der veränderten Realität anzupassen. Bei den Unternehmen gibt es viele Verlierer, auch in bislang eher vom Zeitgeist begünstigten Branchen wie dem Tourismus und dem Flugverkehr. Sie müssen ums Überleben kämpfen, sind teils auf staatliche Hilfe angewiesen.

Auch in der Gesellschaft gibt es Gruppen, die mit der neuen Realität nicht zurechtkommen und sich derzeit lautstark bemerkbar machen. Teilweise wird hier die Existenz des Virus einfach negiert. Einfache Lösungen werden gesucht, um der Komplexität der Welt zu entfliehen. Die Helden dieser Menschen sind häufig Politiker wie Donald Trump oder Wladimir Putin, die den Eindruck vermitteln, dass ein einfaches Weltbild und hartes Durchgreifen zur Problemlösung führen können.

In dieser speziellen Welt gibt es ein grundsätzliches Misstrauen gegen alle Institutionen. Dazu gehören auch die Banken und das Finanzsystem. Unter den Anlagemöglichkeiten steht hier traditionell das Gold besonders hoch im Kurs. Denn es gilt als zeitloses Wertaufbewahrungsmittel, das auch helfen kann, tiefgreifende Systemkrisen zu überstehen. Zu dieser Anlagekategorie sind seit einigen Jahren sicherlich auch die Kryptowährungen zu zählen. Sie erfreuen sich gerade in „systemkritischen“ Kreisen großer Beliebtheit und sind in den letzten Monaten kräftig im Kurs gestiegen. Da sie – anders als das Gold – allerdings keinen „intrinsischen“ Wert haben, muss sich deren nachhaltige Werthaltigkeit erst noch beweisen.

3. Trump oder Biden – kurzfristig macht das wohl kaum einen Unterschied für die Wirtschaft (vom 3. September 2020)

Welche Auswirkung hätte eine Wiederwahl Trumps oder ein Wahlsieg Bidens? Beide würden ihren Fokus nach der Wahl wohl darauf richten, die Wirtschaft auf ihrem Erholungskurs zu unterstützen. Vor allem Biden hat sich wiederholt für eine stärkere Rolle des Staates ausgesprochen – die Staatsausgaben würde er kräftig steigern. Finanzieren will er das mit höheren Steuern für Unternehmen und wohlhabende Bürger. Trump dürfte dagegen seinem Kurs treu bleiben: Er will mit Steuersenkungen der Wirtschaft wieder Schwung verleihen.

Selbst wenn sich die Herangehensweise an das Thema Fiskalpolitik zwischen Trump und Biden damit unterscheidet, würde das Wahlergebnis zumindest mit Blick auf die kommenden zwei bis drei Jahre wohl kaum einen größeren Effekt für die Wirtschaft bedeuten. Die Maßnahmen, die letztlich umgesetzt werden können, werden maßgeblich von der Zusammensetzung im Kongress abhängen. Nur mit der Rückendeckung beider Kammern könnte der künftige US-Präsident größere Reformen umsetzen.

Gerade für Trump scheinen die Chancen dafür derzeit gering. Auch Biden wird wohl bestenfalls auf eine knappe Mehrheit zählen können, bei der ihm die Arbeit erschwert werden könnte. Aber selbst im Falle einer stabilen Rückendeckung vom Kongress: Die wirtschaftlichen Gegebenheiten würden Biden wohl dazu zwingen, von Forderungen wie einer drastischen Erhöhung der Unternehmenssteuer oder einer Verdoppelung des Mindestlohns wieder etwas abzurücken. Diese dienen offenbar in erster Linie dazu, im Wahlkampf linke Demokraten hinter sich zu bringen.

Die künftige Handelspolitik dürfte sich unter beiden Kandidaten zwar ebenfalls unterscheiden, das aber eher im Ton: Biden würde wohl in diesem Bereich deutlicher auf Deeskalation setzen als Trump. Aber auch Trump hat offensichtlich kein Interesse mehr an einer erneuten Eskalation im Handelsstreit mit China. Damit ginge schließlich ein deutliches Risiko für die Erholung der Konjunktur und den Aktienmarkt einher. Spürbar unterscheidbare Effekte für die Gesamtwirtschaft wären daher auch von Seiten der Handelspolitik nicht zu erwarten. Politische Spannungen mit Peking dürfte es aber weiterhin geben, unabhängig davon, ob Trump oder Biden gewinnt.



Kommt die digitale Mietbremse?

Wie Homeoffice und beschleunigte Digitalisierung den Immobilienmarkt verändern

RESEARCH-SPEZIALTHEMA

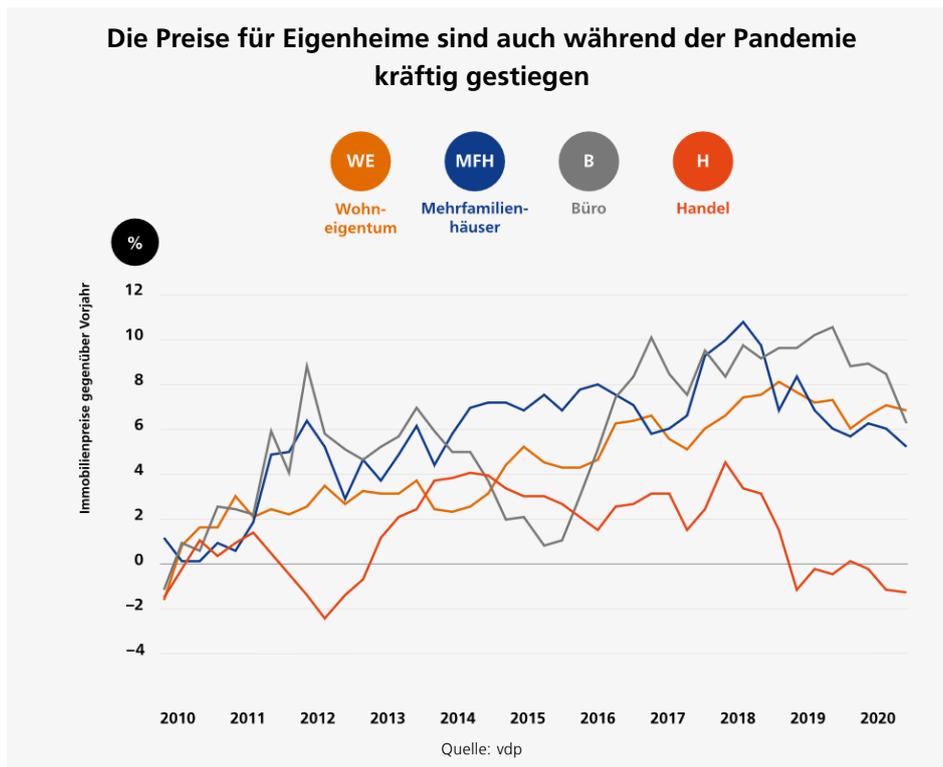
Thorsten Lange, Economist

Lange Zeit war Wohn- und Arbeitsraum in der Stadt gefragt. Corona hat das verändert: Homeoffice-Boom und der Digitalisierungsschub könnten den Markt für Wohn- und Gewerbeimmobilien stärker als bisherige Wirtschaftskrisen beeinflussen.

Wer in den zurückliegenden Jahren eine Immobilie erworben hat, wird diese Entscheidung nur selten bereut haben. Vor allem Wohnimmobilien haben ihren Eigentümern mit Preiszuwächsen von teilweise mehr als 10% im Jahr Freude bereitet – bedingt durch niedrige Zinsen, fehlende Anlagealternativen und steigende Mieten. Wegen des vielerorts knappen Angebots konnten frei werdende Wohnungen meist rasch und mit einer deutlich höheren Miete vergeben werden, sodass die Mietrendite im Zeitablauf zulegen konnte. Ähnlich günstig sah es bei Büroimmobilien aus: Die gute Beschäftigungslage ging mit sinkenden Leerständen und steigenden Büromieten einher. Einzelhandelsimmobilien in den Innenstädten haben dagegen schon seit einiger Zeit mit Gegenwind zu kämpfen; hier belastet vor allem das Online-Shopping den Handel vor Ort.

Noch sieht es gut aus ...

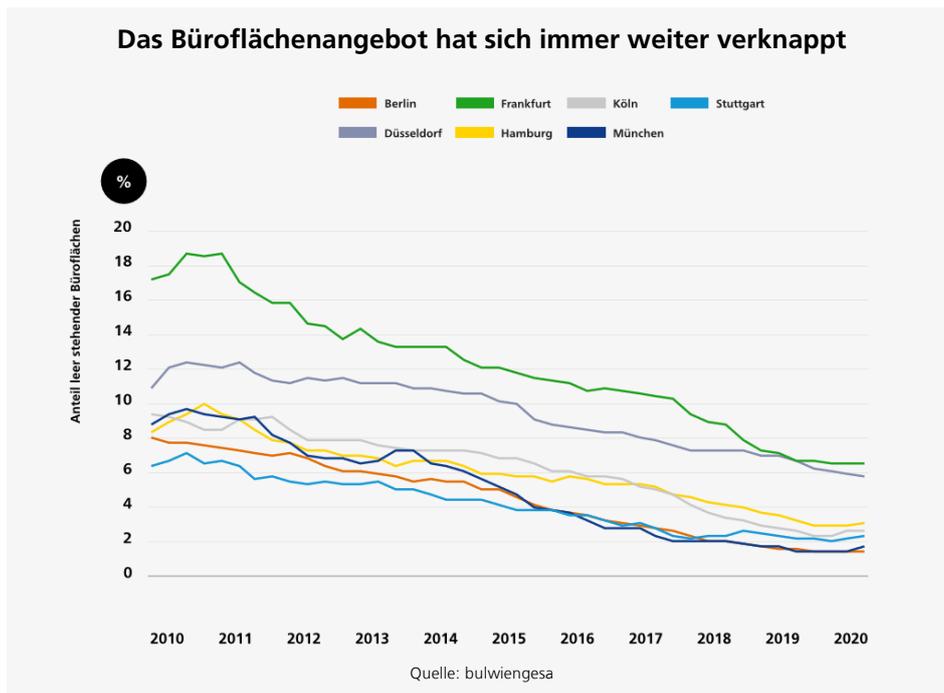
Auch nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie haben die Anleger noch Vertrauen in den Immobilienmarkt. Trotz Lockdown und Rezession wurden im letzten halben Jahr in erheblichem Umfang Immobilien gekauft. Zwar sank im zweiten Quartal erwartungsgemäß das Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien, doch die Nachfrage nach Wohnimmobilien blieb überraschend stark. Spürbare Preiszuwächse beschränkten sich im ersten Halbjahr aber auf Eigenheime. Die Preise für Mehrfamilienhäuser stagnierten auf hohem Niveau, wohl auch wegen zunehmender Mietregulierung. Für Büro- und Einzelhandelsimmobilien gaben die Preise leicht nach. Dass sich der Immobilienmarkt so robust zeigt, liegt am nach wie vor hohen Anlage- und Investoren- und günstigen Finanzierungsbedingungen.



Allerdings könnten sich die Perspektiven für Immobilien nachhaltig verändern. Ein Schlüsselfaktor sind die durch den Lockdown in vielen Volkswirtschaften verursachten Rezessionen. Die daraus resultierenden Insolvenzen und Sparmaßnahmen der Unternehmen bremsen die Nachfrage nach Gewerbeflächen, während steigende Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit das Einkommen der privaten Haushalte belasten. Hinzu kommt der Digitalisierungsschub, der sich am sichtbarsten in der enormen Ausweitung der Arbeit im Homeoffice niedergeschlagen hat. Deutlich geworden ist er außerdem im Einzelhandel und der Gastronomie, wo Online-Bestellungen zunehmen und im Bildungswesen in Form von E-Learning. Die daraus erwachsenen Verhaltensänderungen dürften zumindest teilweise auch nach der Pandemie fortbestehen, während die Belastungen durch die Wirtschaftskrise im Zuge der konjunkturellen Erholung schwächer werden.

Büros – bald ein Auslaufmodell?

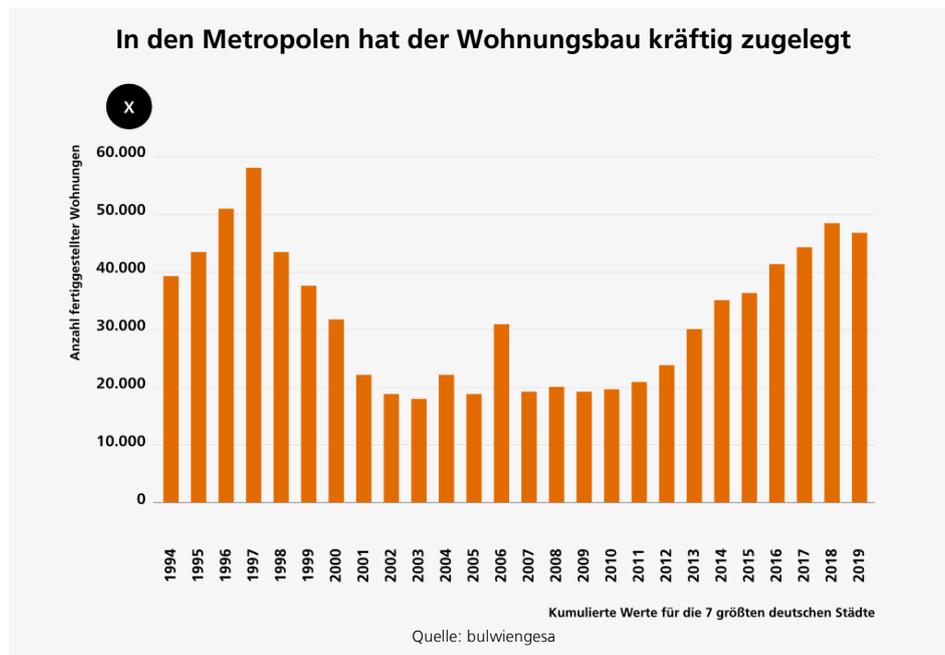
Wenn mehr Menschen im Homeoffice arbeiten, wird weniger Bürofläche benötigt. Völlig offen ist jedoch, welchen Anteil die Büroarbeit in den heimischen vier Wänden einnimmt, wenn die Pandemie abgeklungen ist. Ob und wie oft Bürobeschäftigte dann von zu Hause aus arbeiten, lässt sich nur schwer abschätzen. Insofern ist es kaum möglich, den durch das erstarkte Homeoffice bedingten Rückgang des Büroflächenbedarfs auszuloten. Eines trifft aber sicherlich zu: Unternehmen werden wohl schon jetzt verhaltener beim Abschluss neuer Mietverträge agieren. Zu groß ist die Gefahr, heute Büroflächen zu mieten, die über kurz oder lang nicht mehr benötigt werden. Hinzu kommen der rezessionsbedingte Stellenabbau und etwas später der demografische Wandel, wenn die Babyboomer nach und nach das Ruhestandsalter erreichen. Beides dürfte die Büroflächennachfrage zusätzlich dämpfen.



Wahrscheinlich ist deshalb, dass der Leerstand von Büroflächen zunimmt und Büromieten sinken. Das Ausmaß dürfte sich aber im Rahmen halten, zumal Büroflächen vielerorts knapp sind, weil – wie am Wohnungsmarkt – auch am Büromarkt über viele Jahre zu wenig gebaut worden ist. Auch aus anderen Gründen sind Büros noch lange kein Auslaufmodell. Denn für viele hat der Kontakt zu den Kollegen einen hohen Stellenwert. Abgesehen davon eignet sich auch nicht jede Tätigkeit für das Heimbüro.

Peripherie statt mittendrin?

Dagegen bleibt die Nachfrage nach Wohnraum insgesamt durch die Pandemie unverändert. Allerdings könnten die Notwendigkeit oder der Wunsch zum Umzug in die Ballungsräume zurückgehen und damit die besonders angespannten Wohnungsmärkte entlasten. Bisher zog es viele in die Stadt, um lange Arbeitswege zu vermeiden. Dafür wurden hohe Kaufpreise und Mieten in Kauf genommen. Doch bereits vor dem Ausbruch der Pandemie hat sich die Marktdynamik in den Metropolen verlangsamt, weil die Mieten stetig steigen: Viele Familien haben ihren Suchradius ins günstigere Umland ausgeweitet, gleichzeitig steigt das Neubauangebot.



Zukünftig könnte die Motivation bei der Wohnungswahl anders aussehen. Wer seltener ins Büro kommt, kann leichter eine längere Pendelstrecke in Kauf nehmen. So könnten Wohnungssuchende vom günstigeren Umland stärker als bislang profitieren. Mit mehr Abstand zur Stadtmitte lassen sich auch leichter großzügigere Wohnverhältnisse realisieren. Das dürften insbesondere diejenigen schätzen, die – wie Familien – viel Platz benötigen oder viel Zeit zu Hause verbringen. Auch Studierende könnten häufiger auf den Umzug in teure Universitätsstädte verzichten, da sich Vorlesungen mit leistungsfähigen E-Learning-Plattformen gut am PC verfolgen lassen. Selbst zum Einkaufen muss das Stadt- oder Einkaufszentrum nicht mehr so oft aufgesucht werden. Schließlich können fast alle Produkte im Internet bestellt werden. Und für den täglichen Bedarf ist das Shopping-Angebot der Kleinstädte völlig ausreichend.

Immobilien Eigentümer aufgepasst!

Durch die zunehmende Digitalisierung entzerrt sich das bislang stark auf Städte konzentrierte Leben, Arbeiten und Shoppen. Das meist knappe Angebot an Wohnungen, Büros und Ladenflächen in den besten Innenstadtlagen ermöglichte hohe und über lange Zeit kräftig steigende Mieten. In Zukunft dürften Unternehmen und private Haushalte jedoch mehr Wahlmöglichkeiten haben. So können hohe Büromieten durch großzügige Homeoffice-Regelungen gesenkt werden. Einzelhändler können – es wird ohnehin immer mehr bestellt – ihre Verkaufsflächen noch stärker als bisher reduzieren und sich auf wenige kleinere „Showrooms“ konzentrieren.

Anders ist die Situation am Wohnungsmarkt. Hier könnte sich das Wohnflächenwachstum durch Homeoffice noch ausweiten. Allerdings kommen stärker als bisher auch vom Arbeitgeber entferntere gelegene Wohnorte in Frage. Das dürfte vor allem für Familien attraktiv sein, die mit ihrem höheren Wohnflächenbedarf besonders unter den hohen Wohnkosten in den Ballungsräumen leiden. Für viele Single-Haushalte könnte dagegen die kleine Stadtwohnung die bessere Alternative bleiben: Wer alleine lebt, schätzt soziale Kontakte zu Kollegen und Freunden, sodass die Nachfrage nach citynahen Apartments unverändert hoch bleiben könnte. Bei größeren Stadtwohnungen ist jedoch ein zunehmender Wettbewerb mit dem Umland möglich. Zudem steigt durch den gesellschaftlichen Alterungsprozess der Seniorenanteil in den kommenden Jahren rapide, sodass in großer Zahl altersgerechte Wohnungen benötigt werden.

Pandemie legt Schwächen offen

Auch wenn Corona die Anleger am Immobilienmarkt erst einmal vor Herausforderungen stellt, etwa durch Mietausfälle und einen raschen Wandel, bietet sich doch die Chance, besser auf die zukünftigen Trends reagieren zu können. Die nun zu erwartenden Entwicklungen wären so oder so auf den Immobilienmarkt zugekommen. Allerdings eher schleichend, sodass Veränderungen möglicherweise unterschätzt worden wären. Hinsichtlich Objektauswahl und Kaufpreishöhe sollten die langfristigen Perspektiven antizipiert werden. Bei Immobilien dürfte eine flexiblere Nutzungsmöglichkeit an Bedeutung gewinnen, damit sich eine wandelnde Nachfrage nicht in dauerhaften Leerständen niederschlägt. Anleger sollten auch auf ein attraktives Umfeld achten. Denn sobald Immobiliennachfrager mehr Alternativen haben, werden sich schwächere Standorte nur mit größeren Zugeständnissen als bisher vermarkten lassen.



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, 31. August 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.

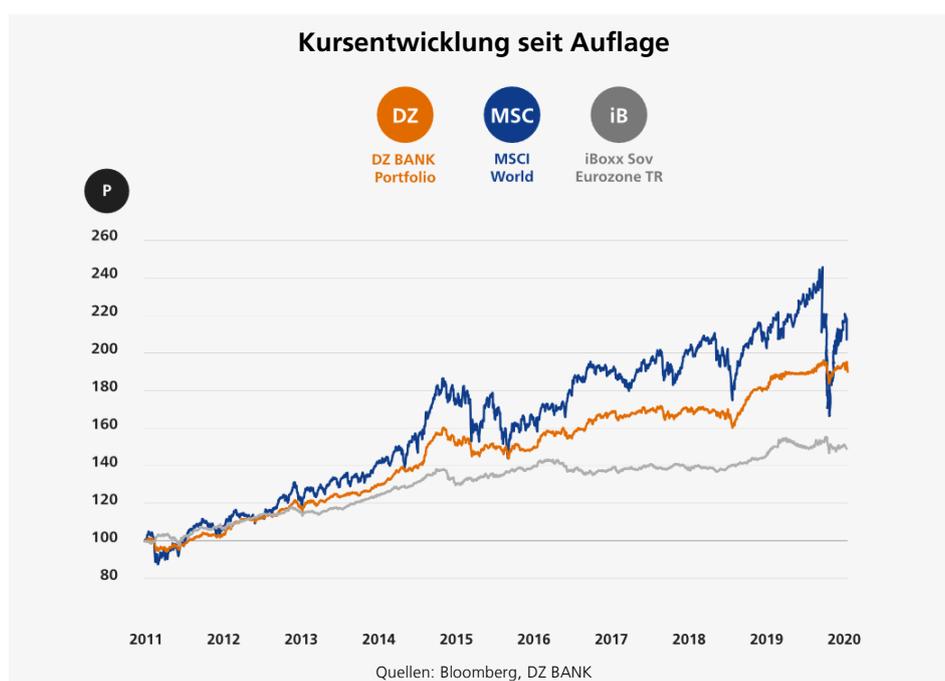
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten 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.

Im Zuge der fortgeschrittenen wirtschaftlichen Lockerungsmaßnahmen mehrten sich seit Ende Juni die Hoffnungen auf eine baldige Trendwende. Hinzu kamen positive Konjunktursignale aus den wichtigsten Wirtschaftsräumen – Euroraum, USA und China –, die auf den Beginn einer Stabilisierung hinwiesen. Gleichzeitig traten allerdings auch wieder altbekannte Konjunkturrisiken in den Vordergrund: der US-chinesische Handelskonflikt und die mühsamen Brexit-Verhandlungen. Wie nachhaltig die deutlich verbesserte Stimmung – sowohl bei Unternehmen als auch Konsumenten – infolge der gelockerten Anti-Corona-Maßnahmen sein kann, ist fraglich. Denn einerseits bleibt die Angst vor einer zweiten Corona-Welle hoch. Selbst wenn diese sich bestätigen sollte, ist kaum mit erneuten landesweiten Lockdowns zu rechnen. Andererseits zeigt China, wie kräftig der Rebound der Wirtschaft ausfallen kann.

Mitte Juli berichteten die großen US-amerikanischen Banken zum Geschäftsverlauf im zweiten Quartal. Erwartungsgemäß mussten die Institute ihre Risikovorsorge deutlich erhöhen, da im Zuge des wirtschaftlichen Einbruchs Ausfälle im Kreditgeschäft drohten. Nicht alle Banken können diese Einbußen durch ein besseres Provisionsgeschäft ausgleichen. Zudem hatten bereits einige Institute angekündigt, ihre Dividenden zu kürzen. Zusammen mit den bereits erfolgten (freiwilligen) Stopps von Aktienrückkäufen dürften künftig also wichtige Kurstreiber der vergangenen Jahre schwächer oder gar nicht mehr wirken. Zwar sind Bankaktien historisch günstig bewertet, doch es fehlt an Katalysatoren. Somit spricht wenig dafür, dass sich die Lage der US-Banken auf kurze Sicht bessern wird.

Aufgrund dieser Situation haben wir per 15. Juli die US-Banken-Position (KBW Bank Total Return Index) mit einem Kursverlust von knapp 10% aus dem virtuell geführten DZ BANK Musterportfolio herausgenommen. Im Gegenzug stockten wir unsere Position in deutschen Aktien auf. Die Erlöse aus der Herausnahme der US-Banken (Portfoliogewichtung: bisher 4,4%) investierten wir in den DAX: Deutsche Aktien schätzen wir als leicht attraktiv ein. Für einen langfristigen Anstieg der Aktienkurse bedarf es steigender Unternehmensgewinne, die sich ab dem kommenden Jahr wieder erholen dürften. Bis dahin sorgen die Programme der Notenbanken und Staaten für eine hohe Liquidität an den Finanzmärkten und für Wachstumsimpulse. Insgesamt sollten die Aktienmärkte profitieren, wenngleich nach der Rally der vergangenen Wochen kurzfristig kleinere Rücksetzer möglich sind.

Damit setzt sich das DZ BANK Musterportfolio per Ende August zusammen aus einer Aktienquote von 22,9% (DAX: 11,3%, Emerging Markets: 5,2% und Nasdaq: 6,4%), der Anteil an Anleihen beträgt 40,4% (US-Unternehmensanleihen: 14,8% und Euro-Unternehmensanleihen) und die Kasse 36,7%.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 9. September 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.“*

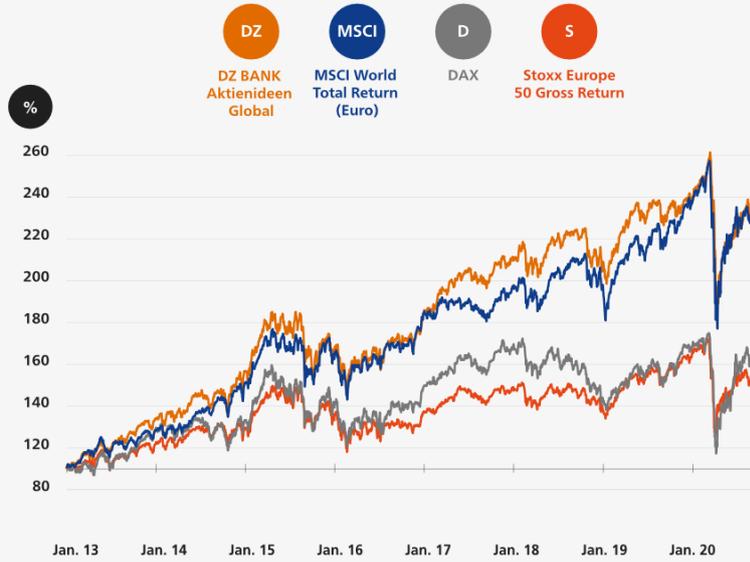
Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Deutsche Post	07.08.2020	102	36,48	38,27	+8,1% (inkl. Dividende)
Deutsche Telekom	02.04.2020	279	11,65	14,985	+33,8% (inkl. Dividende)
Fresenius Med. Care StA	26.02.2020	55	72,06	70,66	-0,3% (inkl. Dividende)
Linde PLC	02.04.2020	21	151,85	207,70	+37,9% (inkl. Dividende)
Merck KGaA	30.12.2019	37	105,35	117,80	+13,1% (inkl. Dividende)
Siemens	28.07.2020	33	114,04	115,44	+1,2%
AbbVie	24.02.2020	47	85,80	76,11	-8,8% (inkl. Dividende)
Alibaba Group Holding	30.04.2020	19	185,40	229,50	+23,8%
Alphabet	06.05.2020	3	1.263,60	1.309,40	+3,6%
Amazon.com	10.08.2020	2	2.670,00	2.708,00	+1,4%
Carrefour	12.02.2020	269	15,705	14,37	-7,0% (inkl. Dividende)
CRH	30.12.2019	112	35,65	31,01	-10,6% (inkl. Dividende)
Danone	11.08.2020	68	55,58	56,42	+1,5%
Enel	14.05.2020	596	5,884	7,473	+29,9% (inkl. Dividende)
JPMorgan Chase & Co.	05.06.2020	38	97,25	85,10	-11,7% (inkl. Dividende)
Lockheed Martin	23.04.2020	10	351,50	324,50	-6,5% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2019	28	142,00	175,18	+24,3% (inkl. Dividende)
Reckitt Benckiser Group	11.03.2020	57	64,29	81,38	+29,7% (inkl. Dividende)
Tencent Holdings	27.02.2020	85	45,90	55,21	+20,6% (inkl. Dividende)
Total	27.05.2020	105	34,04	32,35	-3,0% (inkl. Dividende)
Fresenius Med. Care StA	26.02.2020	55	72,06	70,66	-0,3% (inkl. Dividende)
Linde PLC	02.04.2020	21	151,85	207,70	+37,9% (inkl. Dividende)
Merck KGaA	30.12.2019	37	105,35	117,80	+13,1% (inkl. Dividende)

Stand: 9. September 2020 / Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 8. September 2020 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 134,1% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (66,7%) und der Stoxx 50 Gross Return (52,0%), aber nahezu gleichauf mit dem MSCI World Total Return in Euro (134,2%). Im laufenden Jahr 2020 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global hingegen einen Wertverlust von 4,5% verbucht und damit besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 11,0%) performed, aber etwas schlechter als der DAX (minus 2,1%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit minus 3,4%. 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



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Auf Kurs

Wer vom neuen Normal profitiert

WUSSTEN SIE SCHON?

Herbert Sturm, Analyst

Ob im Job, der Freizeit oder beim Konsum – die Corona-Pandemie hat unser Leben verändert. Auch Unternehmen sehen sich großen Unsicherheiten und Risiken ausgesetzt. Trotzdem sind einige bereits sehr gut auf die neue Normalität eingestellt.

Noch vor wenigen Monaten wurde Homeoffice von vielen Arbeitgebern eher kritisch beäugt und von diesen kaum gefördert. Doch dann kam die Corona-Pandemie und der damit verbundene Lockdown sorgte in den meisten Ländern schlagartig für einen Trend zum Arbeiten von zu Hause aus. In dieser Hinsicht hat das Corona-Virus für eine regelrechte Zäsur gesorgt: Quasi über Nacht wurden viele Unternehmen zum Umdenken gezwungen. Dienstleistungsunternehmen müssen ihren Arbeitnehmern künftig die Infrastruktur für die Arbeit von zu Hause aus oder für das mobile Arbeiten zur Verfügung stellen. Eine Blitzumfrage des Digitalverbands Bitkom ergab, dass im Zuge von Covid-19 das Homeoffice bei einem Drittel der Berufstätigen erstmals eingerichtet wurde.

Die Arbeitswelt verändert sich

Und es spricht viel dafür, dass sich das Arbeiten in den heimischen vier Wänden mit der Zeit etablieren wird, vor allem der Erkenntnisgewinn aufseiten der Unternehmen. Denn der gefürchtete Produktivitätsverlust – lange Zeit ein Argument gegen Homeoffice und mobiles Arbeiten – blieb selbst unter den neuen Rahmenbedingungen quasi aus. Dagegen sind die Einsparpotenziale enorm. Man denke hier nur an die teils horrenden Büromieten, die sich durch mobiles Arbeiten deutlich reduzieren lassen. Hinzu kommt, dass junge Talente sich ihre Arbeitgeber zunehmend danach aussuchen, was diese ihnen bieten können. Und da steht mobiles Arbeiten ganz weit vorn auf der Liste.

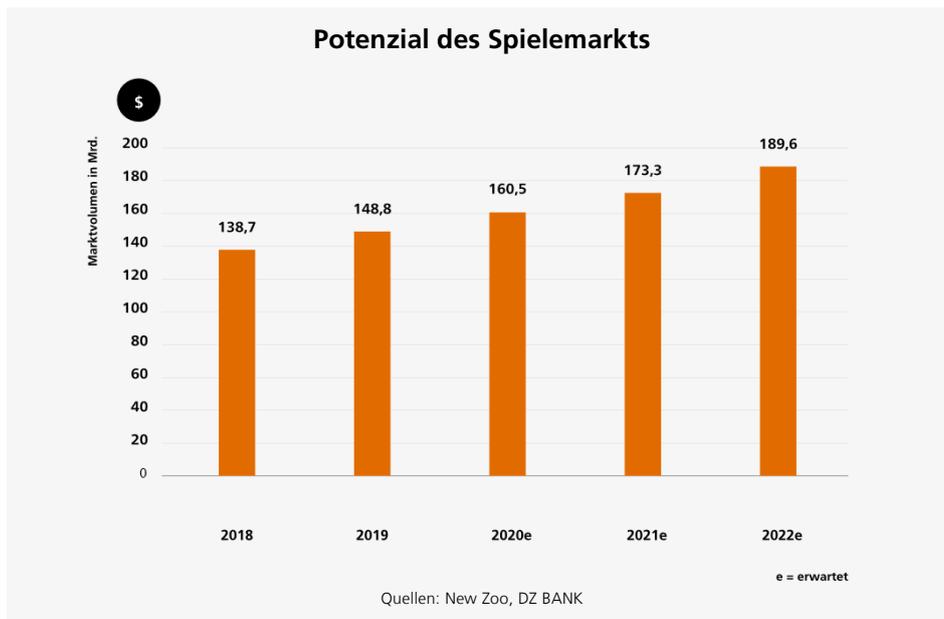
Für die Unternehmen geht es nun darum, ihren Angestellten dauerhaft Werkzeuge bereitzustellen, um sich nahtlos Zugriff auf die Unternehmensressourcen zu verschaffen und sich mit Kollegen, Lieferanten und Kunden zu vernetzen – nicht nur von zu Hause, sondern im Grunde von jedem beliebigen Ort aus. Umso wichtiger ist es für Unternehmen, dass die IT-Lösungen in erster Linie ein hohes Maß an Sicherheit

bieten, gleichzeitig aber auch bedienerfreundlich sind. Profitieren dürften also Anbieter genau solcher Lösungen, wie die im MDAX gelistete TeamViewer AG. Hier dürfte die Nachfrage vor allem in den Bereichen Fernzugang, -steuerung und -überwachung sowie IT-Management zulegen. Der von TeamViewer weltweit adressierte Markt wies 2018 umgerechnet ein Volumen von 10,3 Mrd. Euro auf und soll laut einer Studie von McKinsey bis 2023 auf ein Volumen von 30,2 Mrd. Euro steigen. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von im Schnitt 24%, die aufgrund der durch Covid-19 ausgelösten zusätzlichen Nachfrage durchaus dynamischer ausfallen kann.

Medien und Entertainment – der neue Zeitvertreib

Auch die Freizeitaktivitäten haben sich aufgrund der Corona-Restriktionen mehr und mehr in die eigenen vier Wände verlagert. Hiervon profitieren all jene Unternehmen, die die entsprechende Nachfrage nach Heim-Aktivitäten bedienen können. In besonderem Maße sind dies US-Spieleanbieter. Mit einem Marktvolumen von fast 150 Mrd. US-Dollar (Studie von NewZoo, Stand: 2019) ist die sogenannte Gaming-Industrie nicht nur einer der relevantesten, sondern auch einer der am schnellsten wachsenden Sub-Sektoren im Bereich Medien & Unterhaltung: Das für den Zeitraum von 2019 bis 2022 erwartete jährliche Wachstum liegt bei rund 8,5%. Video-Gaming hat inzwischen eine große und zahlungskräftige Spieler-Gemeinde, die sich über die ganze Breite der Gesellschaft erstreckt. Dazu haben nicht zuletzt onlinefähige Konsolen sowie die Schaffung von kostenpflichtigen Zusatzinhalten geführt. Dies wiederum hat die digitale Distribution erheblich an Bedeutung gewinnen lassen. Hierdurch erhalten Unternehmen ungefiltertes Feedback von ihrer Zielkundschaft und eliminieren gleichzeitig diverse Mittelsmänner, was die Profitabilität des Geschäftsmodells erhöht. Für Spieler ist der Erwerb per Download schneller, bequemer und tendenziell billiger als im Einzel- und Fachhandel. Unsere Analysen zeigen, dass die Wertentwicklung von Gaming-Aktien die meisten Aktienindizes über einen längeren Zeitraum deutlich übertroffen hat, hauptsächlich durch ihr überaus starkes und dynamisches Umsatz- und Gewinnwachstum. Hierzu zählt der US-amerikanische Video-Spiele-Konzern Take-Two, einer der weltgrößten der Branche. Zu den Gewinnern der Pandemie gehören auch die Anbieter von Streamingdiensten. Ihre Abonnenten können unter anderem Filme, Serien und Shows auf unterschiedlichen Geräten – Fernseher, PC, Smartphones oder Tablets – abrufen. Weltmarktführer auf diesem Gebiet ist die US-Gesellschaft Netflix.





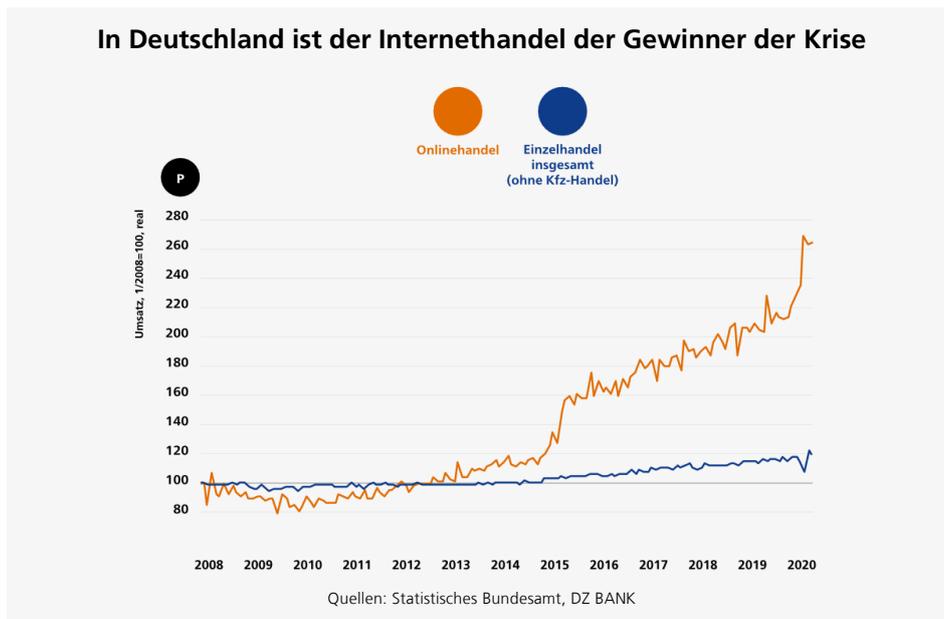
Do-it-yourself wird in der Krise beliebter

Die durch Corona gewonnene Zeit scheint bei vielen auch das Bedürfnis zu wecken, das Zuhause zu verschönern. Davon profitieren vor allem Baumärkte. So zählte die Hornbach Holding in ihrem ersten Quartal, vom 1. März bis 31. Mai, zu den Gewinnern der Krise, auch weil die Mehrzahl ihrer Baumärkte während der Pandemie geöffnet war. Umsatzeinbußen in vorübergehend verkaufsbeschränkten Märkten wurden im Quartalsverlauf durch eine erhöhte Nachfrage überkompensiert.

Wir gehen davon aus, dass die gute Nachfragesituation in den Hornbach-Märkten sich in den nächsten Monaten fortsetzt, da die Covid-19-Krise strukturelle Wachstumstreiber verstärken dürfte. Dazu zählt insbesondere die Tendenz zum Rückzug aus einer komplexen, bedrohlichen und von Unsicherheiten geprägten Umwelt in das häusliche Privatleben, Cocooning genannt. Zudem trifft man sich mit Freunden und Bekannten zunehmend zu Hause und betreibt damit Homing. Beide Trends gehen mit dem Wunsch einher, das eigene Wohnumfeld aufzuwerten. Stark nachgefragt werden vor diesem Hintergrund zum Beispiel Bodenbeläge, Tapeten, Wandfarben, Pflanzen, Gartenmöbel und -geräte, aber auch automatisierte Haussysteme oder Smart-Home-Systeme. Dank der von Hornbach seit Jahren verfolgten Omnichannel-Strategie lässt sich vieles davon bequem via Internet bestellen.

Online-Shopping nimmt stark zu

Der gesamte Online-Versandhandel hat in der Krise nochmals einen kräftigen Schub erfahren. Wenn Menschen nicht mehr im Geschäft zusammenkommen, weil aufgrund von Abstandsregeln und Maskenpflicht kein richtiges Einkaufserlebnis mehr möglich ist, kaufen sie lieber bequem online von zu Hause aus. Ein beträchtlicher Teil von dem ins Internet verlagerten Umsatz dürfte auch in der „Post-Corona“-Ära nicht mehr ins Ladengeschäft zurückkehren. Wir gehen davon aus, dass die Covid-19-Pandemie die Verschiebung vom stationären Handel zu E-Commerce-Plattformen nochmals stark beschleunigt. Untermauert wird unsere Einschätzung beispielsweise durch eine Umfrage der Marktforschungsgruppe Kantar im Frühjahr dieses Jahres: In Europas größten E-Commerce-Märkten – Deutschland, Frankreich und Großbritannien – gaben 60% der Verbraucher an, dass sie nach der Pandemie ihr gestiegenes Online-Kaufverhalten beibehalten werden; 32% der Verbraucher beabsichtigen ihren Online-Anteil sogar weiter zu steigern.



Platzhirsch auf diesem Gebiet ist in Deutschland Zalando. Europas führende Online-Plattform für Mode & Lifestyle erlebte durch die Ausgangs- und Kontaktbeschränkungen zwar einen vorübergehenden Nachfragerückgang, da die Verbraucher ihren Fokus zunächst auf Produkte des täglichen Bedarfs richteten. Bereits in der ersten Aprilwoche verzeichnete Zalando jedoch eine spürbare Erholung, die sich im zweiten Quartal weiter fortgesetzt hat. Auch die US-amerikanische Handelsplattform Amazon zählt zu den Profiteuren. Während der Krise hat das Unternehmen zugunsten lebensnotwendiger Güter zeitweise auf den Verkauf hochwertiger Produkte verzichtet und zudem mehr Mitarbeiter eingestellt. Diese Schritte dürften sich langfristig auszahlen, zumal es Amazon auch gelungen sein dürfte, bisherige Online-Verweigerer als dauerhafte Kunden gewonnen zu haben. Als weiteren langfristigen Gewinner der Krise sehen wir die chinesische Alibaba Group. Sie betreibt diverse E-Commerce-Plattformen und profitierte während der Krise vor allem von der Homeoffice-Anwendung Ding Talk und ihrer Cloud-Sparte.

Was bleibt?

Dass sich nach Corona das Rad gänzlich zurückdrehen lässt, dürfte aufgrund der in der Krise unter Beweis gestellten Möglichkeiten mehr als unwahrscheinlich sein. Denn schon vor dem Ausbruch der Pandemie zeichnete sich ab, was in den vergangenen Monaten sehr zügig vorangeschritten ist. Unternehmen, die schon frühzeitig neue Trends erkannt haben, können sich auch im aktuell schwierigen Fahrwasser – und sicherlich darüber hinaus – überdurchschnittlich gut behaupten.



Was ist eigentlich Schuldentragfähigkeit?

Und wann wird die italienische Staatsverschuldung zum Problem?

WAS IST EIGENTLICH?

Sophia Oertmann, Analystin

Definitionsgemäß bezeichnet „Schuldentragfähigkeit“ die Fähigkeit eines Schuldners, seinem Schuldendienst (Tilgung und Zinsen) fristgerecht und vollständig nachzukommen. Schulden bleiben also so lange tragfähig, wie der Schuldner nicht in Rückzahlungsschwierigkeiten gerät. Doch ab welchem Punkt genau führen zu hohe Schulden zu großen Problemen, und wie lässt sich Italien in diesen Kontext einreihen?

Im Jahr 1992 einigten sich die Eurostaaten zum maximalen Umfang der Staatsverschuldung, der in den Maastrichter Konvergenzkriterien zusammengefasst ist. Diese besagen, dass der Anteil der Staatsschulden am nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Landes – die Schuldenstandsquote – nicht über 60% liegen sollte. Gleichzeitig sollte die jährliche Neuverschuldung 3% des BIP nicht übersteigen. Diese Übereinkunft wurde getroffen, um die Schuldentragfähigkeit der Mitgliedsstaaten der Eurozone zu gewährleisten. Indem man die Quoten erst gar nicht auf hohe Niveaus ansteigen lässt, wollte man die Frage vermeiden, ab wie viel Staatsverschuldung ein Staat denn wirklich in finanzielle Schwierigkeiten gerät.

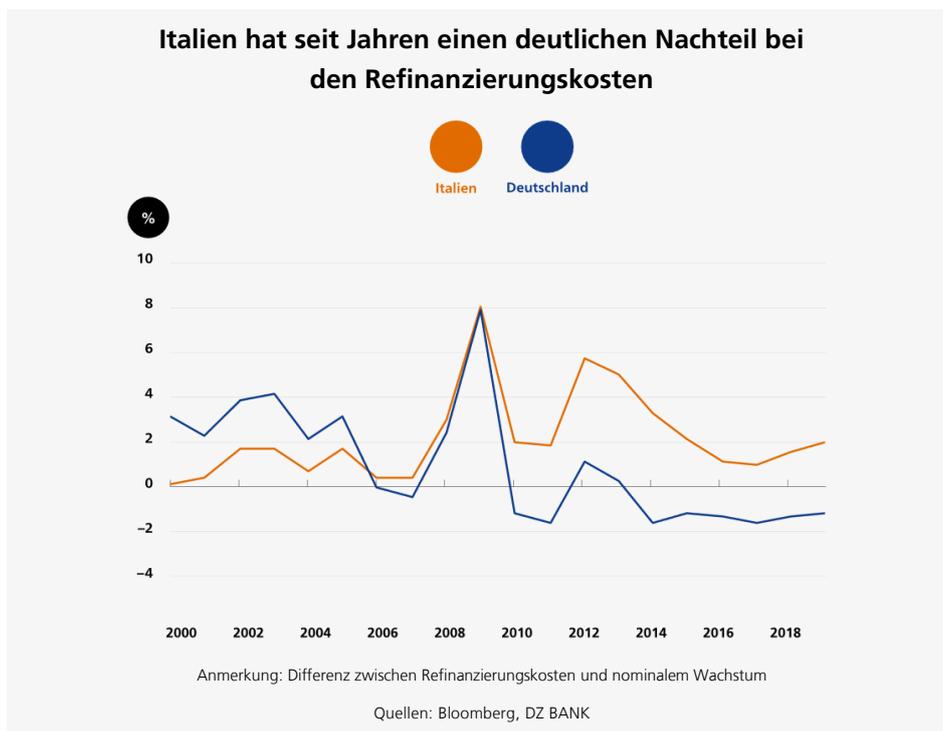
Damals ahnte wohl kaum jemand, dass die Eurozone innerhalb von zwölf Jahren drei große Krisen zu bewältigen haben würde: 2008 die Finanzkrise, 2012 die Staatenfinanzkrise und aktuell die Corona-Pandemie. Krisenzeiten erfordern immer umfangreiche Fiskalausgaben, um den wirtschaftlichen Einbruch abzumildern. Aber je mehr ein Staat ausgibt, desto schneller steigt auch seine Verschuldung. Statt die Maastricht-Kriterien strikt einzuhalten, fokussierte man sich somit eher auf die Frage, wie hoch die Staatsschuldenquote denn prinzipiell steigen könnte.

Einflüsse auf die Schuldenstandsquote

Ein entscheidender Punkt für die Entwicklung der Schuldenstandsquote ist der Primärsaldo, den ein Land jährlich erzielt. Er ergibt sich aus der Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben des Staates, ohne Berücksichtigung der Zinskosten: $\text{Primärsaldo} = \text{Staatseinnahmen} - \text{Staatsausgaben (ohne Zinskosten)}$.

Liegt der Primärsaldo bei null, dann sind die aktuellen Staatstätigkeiten nicht defizitär. Allerdings haben die meisten Länder Schulden, auf die sie Zinsen zahlen müssen. Damit der Gesamthaushalt dennoch ausgeglichen ist, muss der Primärsaldo bei den meisten Ländern also positiv sein.

Wie hoch der Primärsaldo genau sein muss, damit die Schuldenstandsquote nicht weiter ansteigt, hängt insbesondere von der Differenz zwischen Refinanzierungskosten und BIP-Nominalwachstum ab. Je höher die Refinanzierungskosten und je geringer das BIP-Nominalwachstum, desto schneller steigt der Schuldenberg an. Eine Ausnahme bildet aktuell Deutschland, da hier das BIP-Nominalwachstum größer ist als die Refinanzierungskosten. Somit wird auch bei leicht negativem Primärsaldo noch ein ausgeglichener Haushalt erreicht.



Ganz anders im Falle von Italien, dessen Staatsschuldenquote Ende 2019 knapp 135% des BIP betrug. Durch die Corona-Pandemie, dem damit verbundenen tiefen Wirtschaftseinbruch und zusätzlichen Ausgaben zur Krisenbekämpfung wird bis Ende 2020 ein Anstieg auf 160% des BIP vermutlich unvermeidbar sein. Zudem liegen Italiens Refinanzierungskosten deutlich über den durchschnittlichen Refinanzierungskosten der übrigen Eurostaaten und das italienische Wirtschaftswachstum ist seit Jahren unterdurchschnittlich. Zusammen mit dem bereits großen Schuldenberg des Landes ergibt sich für Italien die Notwendigkeit, einen deutlich positiven Primärsaldo zu erzielen, damit die Schuldenstandsquote nicht noch weiter ansteigt. Allerdings hatte Italien in den letzten Jahren Schwierigkeiten, ausgeglichene Haushaltsentwürfe vorzulegen, geschweige denn signifikante Haushaltsüberschüsse.

Nicht zuletzt Vertrauenssache

Ab welcher Höhe Staatsverschuldung zu einem handfesten Problem wird, lässt sich nicht mit einer pauschalen Prozentzahl beantworten. Viel eher geht es darum, ob die Investoren weiterhin von der finanziellen Stabilität des Landes überzeugt sind. Ist dieses Vertrauen vorhanden, so kann sich das Land weiterhin am Kapitalmarkt verschulden und dadurch fällig werdende Anleihen tilgen.

Schwindet aber das Vertrauen, so verschlechtern sich zunächst die Konditionen, zu denen sich das Land neu verschulden kann. Dies wiederum beschleunigt den Schuldenaufbau und kann letztlich darin resultieren, dass das Land keine Abnehmer mehr für seine Staatspapiere findet. Entscheidend ist hier die wirtschaftliche Perspektive des Landes: Ist der Schuldenberg eine Altlast, die aktuellen Wachstumsraten jedoch vielversprechend und der Haushalt ausgeglichen, so werden die Investoren vermutlich ein Auge zudrücken. Dies spiegelt sich auch in den Staatenratings der bekannten Ratingagenturen wider, die betonen: Ein Rating ist eine zukunftsgerichtete Beurteilung der Bonität eines Landes. Problematisch wird die Situation also insbesondere, wenn ein Land hoch verschuldet ist und schlechte wirtschaftliche Perspektiven aufweist – so wie aktuell Italien.

Wege aus der Misere

Wenn Italien aus eigener Kraft die Schuldenstandsquote reduzieren möchte, dann wird dies vermutlich nur über Effizienzsteigerungen, technischen Fortschritt oder eine Reduzierung der Steuerflucht gelingen. Denn höhere kreditfinanzierte staatliche Ausgaben, um durch Investitionen die Wirtschaft anzukurbeln, scheinen beim erreichten Schuldenniveau keine Option mehr zu sein. Alternativ, und das ist der wahrscheinlichere Fall, wird Italien externe Hilfe benötigen. Dies könnte auf der einen Seite eine anhaltend expansive Geldpolitik seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) sein, um die Refinanzierungskosten für Italien dauerhaft gering zu halten. Auf der anderen Seite scheinen Fiskaltransfers von anderen Mitgliedsstaaten der Eurozone eine Option, um den schwachen Primärsaldo Italiens zu stärken. Ein Beispiel hierfür ist der jüngst beschlossene Wiederaufbaufonds. Die Eurozone als ganze wird sich also überlegen müssen, inwiefern sie bereit ist, Italien finanziell zu unterstützen, um die gemeinsame Währungsunion aufrechtzuerhalten.

Es bleibt brenzlig

Aktuell lässt sich die ultraexpansive Geldpolitik der EZB vielleicht noch für mehrere Länder der Eurozone rechtfertigen. Doch je eher der Eindruck entsteht, dass die Leitzinsen wegen Italien nicht wieder angehoben werden, desto lauter dürfte die Diskussion über die Schuldentragfähigkeit Italiens werden. Im Umkehrschluss kann man sagen: Schon jetzt hat insbesondere das von der EZB Ende März beschlossene und Anfang Juni erweiterte Anleiheankaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) für die aktuell niedrigen Refinanzierungskosten Italiens gesorgt. Ohne dieses Programm wäre das Investorenvertrauen in Italien wohl deutlich weniger ausgeprägt. Für ein Land, das laut der großen Ratingagenturen bereits am unteren Ende des Investment-Grade-Bereiches steht, ist dies eine gefährliche Situation.



THINK-TANK

Sophia Oertmann, Analystin

Spätestens seit 2016 – Donald Trump wird US-Präsident und der Brexit beschlossen – mehren sich die Zweifel an der Güte bestehender Wahlprognoseverfahren. Schließlich wurde jeweils das gegenteilige Ergebnis vorausgesagt. Nicht zuletzt zur anstehenden US-Wahl sollen neue Methoden mehr Klarheit bringen.

Auf die traditionelle Art

In Deutschland führen die meisten traditionellen Prognoseinstitute nach wie vor telefonische Umfragen durch, um Wahlprognosen zu erstellen. Typischerweise werden dabei aus bestehenden Telefonverzeichnissen Personen ausgesucht und kontaktiert, die zusammengenommen die deutsche Gesellschaft repräsentieren. Wegen der rückläufigen Anzahl an Festnetzanschlüssen schließt beispielsweise Infratest dimap (ARD-DeutschlandTrend) seit 2013 zu 40% Mobilfunknummern in ihre Umfragen mit ein. Verbreitet ist mittlerweile auch die Generierung von Zufallszahlen, um sowohl Mobilfunk- als auch Festnetznummern zu erreichen, die nicht im Telefonbuch stehen. Allerdings verlieren telefonische Umfragen nicht nur wegen der schlechten Erreichbarkeit an Attraktivität; der nicht unerhebliche Personalbedarf macht sie auch teuer. Zudem besteht mit dem Phänomen der sogenannten „sozialen Erwünschtheit“ ein großes Problem bei persönlichen Umfragen: Wähler mit extremeren Ansichten trauen sich häufig nicht, diese offen zugeben. Dieser Aspekt kann leicht zu einer Unterschätzung zum Beispiel der Anzahl an AfD-Wählern in Deutschland oder an Trump-Befürwortern in den USA führen.

Internetbasierte Umfragen werden populärer

Aus Kostengründen geht der klare Trend hin zu internetbasierten Umfragen – wahrscheinkeitsbasierte Online-Panels und Opt-in-Umfragen. Ziel der wahrscheinkeitsbasierten Online-Panels ist es, auf herkömmlichem Weg (telefonisch oder postalisch) ein repräsentatives Panel an Teilnehmern für eine Vielzahl anschließender Online-Umfragen zu gewinnen. So verfahren unter anderem das Marktforschungsunternehmen Ipsos und das Meinungsforschungsinstitut Pew Research Center. Letzteres sucht seit 2014 für sein „American Trends Panel“ zufällig Wahlberechtigte aus und kontaktiert diese auf dem Postweg, um

sie zur regelmäßigen Teilnahme am Panel einzuladen. Wem die technischen Voraussetzungen dafür fehlen, wird entsprechend ausgestattet. Insofern bietet diese Version nach anfänglichen Einmalkosten nicht nur eine langfristig günstige Datenerhebung. Sie erfüllt zugleich die statistische Voraussetzung, dass die berücksichtigte Stichprobe aus der Gesamtbevölkerung unabhängig und identisch verteilt (engl: independent and identically distributed) ist. Darüber hinaus ermöglichen solche Panels, auf individueller Ebene Meinungsänderungen nachverfolgen zu können, da dieselben Individuen über mehrere Jahre hinweg befragt werden können.

Für die Teilnahme an Opt-in-Umfragen hingegen entscheiden sich Internetnutzer proaktiv. Dies geschieht in Form von Online-Panels, denen man eigeninitiativ beitrifft, um daraufhin an einer Reihe von Umfragen teilnehmen zu können. Es kann aber auch gezielt Werbung auf Internetseiten geschaltet werden, die Nutzer spontan dazu auffordert, ihre Meinung abzugeben. Diesem Bereich sind Institute wie YouGov und SurveyMonkey zuzuordnen. Für die Teilnahme werden die Nutzer finanziell entlohnt. Der Hauptkritikpunkt an Opt-in-Umfragen ist jedoch, dass sich der Pool an Umfrageteilnehmern aus der Eigeninitiative der Teilnehmer herausbildet und damit nicht das statistische Kriterium einer repräsentativen Umfrage erfüllt. Erst im Nachhinein können die Umfrageergebnisse so angepasst werden, dass sie möglichst repräsentativ für den Schnitt der Gesellschaft stehen: Sie werden so gewichtet, dass unter anderem die Geschlechterverteilung, das durchschnittliche Einkommen und die ethnische Herkunft den bekannten nationalen Durchschnittswerten entsprechen. Dabei besteht jedoch die Gefahr, dass man die Ergebnisse nicht für un beobachtete Gemeinsamkeiten unter den Teilnehmern kontrollieren kann. So lässt sich beispielsweise die Aufgeschlossenheit für moderne Medien und das Interesse an politischen Themen nur schwer messen. Daher können beide Aspekte zu einem verzerrten Umfrageergebnis führen, wenn sie bei den Teilnehmern anders ausgeprägt sind als im Rest der Gesellschaft. Auch können Mehrfachantworten derselben Person bei Opt-in-Umfragen nicht ausgeschlossen werden. Wie akkurat diese Umfragen letztendlich die Realität abbilden, hängt stark davon ab, wie genau die Umfrageergebnisse analysiert und kalibriert werden. Positiv lässt sich bei Opt-in-Umfragen allerdings die bestmögliche Kostenminimierung erwähnen. Gleichzeitig sind die Umfrageteilnehmer nicht zwangsweise an das Beantworten von Umfragen gewöhnt und somit unvoreingenommener.

An dieser Stelle sei auch die Internetseite FiveThirtyEight des Statistikers Nate Silver erwähnt. Grundkonzept der hier veröffentlichten Prognosen ist, dass eine Vielzahl an Umfragen gesammelt und dann unter anderem nach Qualität, Aktualität und Umfragegröße gewichtet wird. Berücksichtigt werden auch Umfragen aus Vorjahren, wodurch sich insbesondere die ausgewertete Informationsmenge erhöht. Bei der US-Präsidentenwahl 2016 ergaben die zuletzt veröffentlichten Umfragen zwar auch eine 71%ige Siegeswahrscheinlichkeit für Hillary Clinton, allerdings lagen die meisten anderen Umfragen noch weiter entfernt vom tatsächlichen Endergebnis. Auch wenn die Güte dieser aggregierten Prognose als Durchschnitt anderer Umfragen natürlich mit deren Güte steht und fällt, so handelt es sich um eine interessante Analyse-methode, die parallel zur Verbreitung der Online-Umfragen an Relevanz gewinnen dürfte.

Auch soziale Medien und Aktienmärkte bieten Anhaltspunkte

Wahlprognostiker können außerdem Phänomene beobachten, die indirekt mit dem Wählerverhalten zusammenhängen. Ein Beispiel ist die Analyse von Social-Media-Inhalten, hier ist in den letzten Jahren die Auswertung von Hashtags bei Twitter in den Fokus gerückt. Insbesondere bei den letzten US-Wahlen war klar zu erkennen, dass Hashtags zugunsten von Donald Trump deutlich verbreiteter waren als jene zugunsten von Hillary Clinton. Das Problem bei solchen Beobachtungen ist jedoch die Quantifizierung der Effekte, da bei Weitem nicht alle Wahlberechtigten aktiv und mit vergleichbarer Intensität in den sozialen Medien vertreten sind. Insofern kann rückblickend leicht gesagt werden, dass das Verhalten der Twitter-Community Trumps Wahlsieg angedeutet hat. Solchen Beobachtungen jedoch im Voraus eine Wahrscheinlichkeit zuzuordnen, dürfte sich als schwierig darstellen.

Auch der US-Aktienmarkt scheint in den USA eine große Rolle beim Wahlverhalten zu spielen. Ist dieser in den drei Monaten vor der Wahl stark, so spricht dies für einen Sieg der amtierenden Partei. Schwächeln die Aktienmärkte, deutet dies einen Sieg der Gegenpartei an.

Es gibt allerdings auch ein Produkt an den Finanzmärkten, dessen Preis eine direkte Siegwahrscheinlichkeit widerspiegelt: der Trump-Terminkontrakt. Dieser Future zahlt bei Fälligkeit, also sobald der US-Präsident im Amt bestätigt wird, einen Dollar aus. Sollte Trump nicht wiedergewählt werden, fällt der Wert des Futures auf null. Ein Preis dieses Futures von beispielsweise 0,52 US-Dollar würde somit eine Siegeswahrscheinlichkeit von 52% implizieren. Die Schwächen dieser Wahlprognose liegen jedoch auf der Hand, da längst nicht jeder Bürger an den Finanzmärkten aktiv ist. Und es würde wenig überraschen, wenn sich solche Amerikaner, die an diesen Wetten teilnehmen, als risikofreudiger und wohlhabender herausstellen als der amerikanische Durchschnittsbürger. Damit wären die Wahrscheinlichkeiten aus diesen Wetten nicht repräsentativ, auch wenn sie sicherlich ein Indiz sein können.

Alle Faktoren berücksichtigen

Die Entwicklungen der letzten Jahre haben Wahlumfragen vor allem effizienter und günstiger gemacht, hinsichtlich der Qualität sind jedoch keine großen Innovationssprünge zu erkennen. Werden die aktuellen Umfragemethoden also zu Unrecht kritisiert? In der Tat erlauben Wahlprognosen notwendigerweise einen gewissen Schätzfehler, da immer nur eine begrenzte Personenzahl befragt wird. So ergänzt die Forschungsgruppe Wahlen (ZDF) unter den Daten zur Sonntagsfrage, dass ein Parteiergebnis von 40% einer Schwankung von etwa plus/minus 3 Prozentpunkten unterliegt. Insbesondere bei Wahlen, bei denen sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen abzeichnet, liegt das tatsächliche Endergebnis meist noch im geschätzten Konfidenzintervall, auch wenn es vom angegebenen Wert abweicht.

Wie präzise die Umfragewerte für die US-Präsidentschaftswahl dieses Mal sein werden, dürfte vor allem am Anteil der unentschlossenen Wähler liegen und an der Frage, wie viel Prozent davon in Wahrheit für Trump stimmen wollen, ohne es zuzugeben. Der Schlüssel für die Präzision der nicht-repräsentativen Opt-in-Umfragen dürfte dabei in der Identifikation aller Faktoren liegen, welche die Stichprobe von der Gesamtbevölkerung unterscheiden könnten. 2016 war zum Teil vernachlässigt worden, dass College-Absolventen, die eher für Clinton gestimmt haben, mit höherer Wahrscheinlichkeit an Online-Umfragen teilnehmen als Highschool-Absolventen, welche mehr mit Trump sympathisierten. Bei traditionellen Umfragen in telefonischer Form oder mit einem repräsentativen Panel dürfte der Schlüssel zum Erfolg auch in einer ausreichend großen Stichprobe liegen, um den Schätzfehler bestmöglich zu reduzieren.

Die Tücke des US-amerikanischen Wahlsystems

In den USA wählen die Bürger nicht direkt ihren Präsidenten, sondern durch die Stimmen der Bürger werden die sogenannten Wahlmänner und -frauen in den jeweiligen Bundesstaaten gewählt. Davon gibt es insgesamt 538, die sich je nach Einwohnerzahl auf die Staaten verteilen. Dabei gilt allerdings das Prinzip „The winner takes it all“. Und genau hier liegt die Ursache für die erhöhte Schwierigkeit der Wahlprognosen. Dies bedeutet, dass in einem Staat mit zehn Wahlmännern, in dem sechs demokratische und vier republikanische Wahlmänner gewählt werden, alle zehn Wahlmänner an die Demokraten gehen. Daher haben die sogenannten Swing-States, in denen die Anzahl demokratischer und republikanischer Wahlmänner typischerweise nah beieinander liegt, einen besonders großen Einfluss auf den Ausgang der Wahl.

Ergebnis der US-Präsidentschaftswahl 2016 in den vier bekannten Swing-States

„Big Four“ Swing-States	Anzahl Wahlmänner	Stimmanteil Republikaner in %	Stimmanteil Demokraten in %
Florida	29	49,0	47,8
Pennsylvania	20	48,6	47,8
Michigan	16	47,5	47,3
Wisconsin	10	47,2	46,4

Auch wenn die Republikaner jeweils nur knapp vorne lagen, konnten sie durch diese vier Staaten 75 zusätzliche Wahlmänner gewinnen

Quellen: Bundeszentrale für politische Bildung (bpb), DZ BANK

Wenn alle alles haben ...

Diogenes' Traum vom Geldregen

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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

Wie wäre es wohl, wenn jedermann im Lotto eine oder gleich mehrere Millionen gewinnt? Man ahnt schon, dass dieser Traum komplizierter ist als der, in dem man selbst der einzige Gewinner ist. Diogenes nimmt sich vor, mal im wachen Zustand darüber nachzudenken. Bei Licht besehen ist im Lotto so etwas natürlich gar nicht möglich – aber könnte nicht die Zentralbank einfach jedem so viel Geld überweisen?

Diogenes versucht sich daran zu erinnern, was er damals im Volkswirtschaftsstudium über einen solchen Fall gelernt hat. Das war ziemlich simpel: Nehmen wir an, über Nacht wird die Menge des jedem zur Verfügung stehenden Gelds verzehnfacht. Da sich die Menge der angebotenen Güter und Dienstleistungen über Nacht ja wohl nicht ändert, werden sich stattdessen gleich am nächsten Morgen alle Preise verzehnfacht haben. Weil das aber für alle Einnahmen, Ausgaben und Vermögensbestände gleichermaßen gilt, hat sich real nichts geändert, außer dass jetzt bei allen Geldbeträgen am Ende eine Null mehr dran ist.

Gute Volkswirte wussten schon immer, dass es ganz so einfach nicht ablaufen würde. Sie führen dann Begriffe wie „Geldillusion“, „Preisrigidität“ und „institutionelle Rahmenbedingungen“ an. Diogenes verzichtet lieber auf solche Abstrakta. Stattdessen stellt er sich vor, was in dieser Nacht wohl seinen Nachbarn und Bekannten durch den Kopf geht, nachdem sie in den Nachrichten erfahren haben, dass sie am nächsten Morgen um einige Millionen reicher sein werden:

Sein Freund Achilleas ist ein Lebenskünstler, der sich nicht viele Gedanken um seine finanzielle Sicherheit macht. Er sitzt am Computer und bestellt einen Maserati und weil er sich nicht entscheiden kann gleich noch einen Lamborghini – auf den Ferrari und einen Bugatti verzichtet er und gibt im nächsten Moment spontan ein großzügiges Gebot für eine 200-qm-Altbauwohnung ab.

Dimitrios ist zufällig Besitzer genau dieser Wohnung. Er wollte sie eigentlich verkaufen, um sich altersgemäß zu verkleinern. Aber jetzt ist er unsicher, ob das ein guter Zeitpunkt ist, und er nimmt im Immobilienportal die Wohnung erst einmal vom Markt. Die neue Seniorenwohnung kann er sich ja jetzt leisten, auch ohne die alte zu verkaufen.

Im Erdgeschoss hat Bäckermeister Spiros seinen Laden. Spiros überlegt sich im Morgengrauen einen neuen Geschäftsplan: Er will die Gehälter seiner Angestellten sofort verdoppeln und seinen Brötchenpreis verzehnfachen. Er fühlt sich reich und fasst ins Auge, mit den Millionen vom Konto ein paar neue Filialen aufzukaufen.

Doro ist Backwarenfachverkäuferin und erst einmal nur über eines sicher, nämlich dass sie morgen nicht um fünf Uhr aufstehen wird, um gegen sechs die Bäckerei zu öffnen. Sie schaltet den Wecker aus und nimmt sich vor, nach einem späten und ausgiebigen Frühstück mal dem nächsten Reisebüro einen Besuch abzustatten.

Ari ist stinkreich und geizig und macht eigentlich nichts anderes als sein Vermögen zu hüten. Er ist sauer, weil seine Bank von ihm natürlich noch mehr Gebühren und Negativzinsen abgreifen wird. Er will gleich am Morgen zur Bank, um die eine Hälfte der Millionen in bar abzuheben und die andere in Gold zu investieren.

Nico ist Rentner und ziemlich sicher, dass seine Rente sich nicht über Nacht verdoppelt oder verzehnfacht, denn so schnell mahlen die Mühlen des Staates nicht. Dem neuen Geld auf seinem Konto traut er überhaupt nicht, und da er ahnt, dass seine Miete und sein Lebensunterhalt teurer werden, liegt er schlaflos im Bett und fühlt sich ärmer als vorher.

Christos ist obdachlos, hat kein Bankkonto und liest keine Nachrichten, sodass der ganze Zauber an ihm vorbeigeht.

Und Diogenes selber? Er wackelt philosophisch mit dem Kopf, denn er fürchtet, dass das alles nicht zusammenpasst und seinen Freunden (außer Nico und Christos) böse Überraschungen ins Haus stehen. Denn niemand kann sagen, was morgen früh ein Auto, eine Wohnung, ein Brötchen oder ein Barren Gold kostet. Und womöglich kommt auch keiner mehr zur Arbeit, um etwas zu produzieren oder zu verkaufen.

Das wird sicher kein traumhafter Tag, sondern ein Chaos, in dem wahrscheinlich viele sehr arm und wenige sehr reich werden. Es ist schon besser so, wie es ist, dass nämlich jeder für sich allein vom Geldregen träumt.



Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

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

Stand: 10. September 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.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

- Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu – Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
 - **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de – Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser 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 **vorgelegt 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

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

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 Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„**Untergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage entspricht.

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 Anleihe-segment mit „Übergewichten“ und ein Anleihe-segment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihe-segmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihe-segmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihe-segmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihe-segments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im Anleihe-segment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden Länder-segments (Sub-Index im iBoxx € Covered Index) mit dem Gesamtindex (iBoxx € Covered Index). Maßgeblich für die erwartete Performance ist der Credit Spread Return.

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:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie:	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen:	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	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 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** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten 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 eingesehen und abgerufen werden.

II. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten 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‘, und / 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 im Ausland 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 ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK 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 oder Verkauf 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.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.