

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich

#2/2021

Juni 2021

Research. Trends. Analysen.

Grüne neue Welt

Welche politische Zukunft blüht der Bundesrepublik?

Inhalt

AUSGABE #2 / 2021



IM FOKUS

Grüne neue Welt

Welche politische Zukunft blüht der Bundesrepublik?

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Immer weiter?

Wie Inflationssorgen die Rekordjagd an den Börsen beeinflussen

Seite 9



ANLAGESTRATEGIE

Wer soll das bezahlen?

Was eine grüne Mietpreisbremse für Immobilieninvestitionen bedeutet

Seite 12



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Im Bann des grünen Wandels

Welche Branchen von strikteren Klimaschutzmaßnahmen profitieren könnten

Seite 16



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 21



**WUSSTEN SIE SCHON?
Drei Buchstaben – ein Ziel**

Wieso ESG-Investments so wertvoll sind

Seite 27



**WAS IST EIGENTLICH
Die Vermögensteuer**

Über Sinn und Unsinn eines verworrenen Konstrukts

Seite 30



**THINK-TANK
Mehr Europa wagen**

Wie eine gemeinsame europäische Fiskalpolitik gelingen kann

Seite 33



**GLOSSE
Frei, geheim und kompliziert?**

Seite 36

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 38

Vor einer politischen Zäsur

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

im Herbst wird Angela Merkel – nach 16 Jahren Kanzlerschaft – ihr Amt abgeben. Spätestens seitdem Union, SPD und Grüne ihre Kanzlerkandidaten beziehungsweise -kandidatin benannt haben, hat der Bundestagswahlkampf in Deutschland begonnen. Was die Diskussionen um Pandemiebekämpfung und Öffnungsstrategie in den letzten Monaten angeht, sind die Differenzen zwischen den genannten Parteien gering; grundlegende Kontroversen sind hier nicht aufgekommen. In wirtschaftspolitischen Fragen gehen die Auffassungen dagegen deutlich weiter auseinander. Hier werden künftige Koalitionspartner nach Kompromissen suchen müssen.

Das amtierende Regierungsbündnis aus Union und SPD wird nach den Wahlen sehr wahrscheinlich keine Mehrheit mehr haben. Ohnehin ist die Bereitschaft zu einer weiteren Zusammenarbeit gering – besonders aufseiten der SPD. Daher spricht einiges dafür, dass die Grünen im Zentrum einer neuen Regierung stehen werden. Sie sind nach beiden Seiten anschlussfähig, stehen in den Umfragen gut da und könnten sowohl mit der Union eine grün-schwarze als auch mit SPD und Linkspartei eine grün-rot-rote Regierung bilden.

Wir möchten in dieser Ausgabe des „Friedrich“ einen ersten Blick darauf werfen, was eine grün-rot-rote Regierung wirtschaftspolitisch für Deutschland bedeuten könnte. Mit der Finanzpolitik und dem Immobilienmarkt schauen wir uns besonders kontroverse Themen an und beleuchten zudem die möglichen Implikationen für die Kapitalmärkte.

Mein Kollege Daniel Lenz führt es im Leitartikel aus: Deutschland steht zu Beginn der 20er-Jahre vor einer politischen Zäsur, und das Abschneiden sowie die Bündnisentscheidungen der Grünen könnten am Ende ausschlaggebend für die zukünftige politische Ausrichtung des Landes sein.

Ich wünsche Ihnen wie immer eine unterhaltsame und spannende Lektüre.

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



IM FOKUS

Daniel Lenz, Analyst

Deutschland steht vor einer politischen Zeitenwende. Nach 16 Jahren tritt Bundeskanzlerin Merkel nicht zur Wiederwahl an. Damit räumt sie das Kanzleramt ohne Wählervotum – und das ist bislang einmalig in der Geschichte der Bundesrepublik. Mehr noch, selten war der Ausgang einer Bundestagswahl so offen und die möglichen Regierungskonstellationen derart vielfältig.

Die Corona-Pandemie hat zweifelsohne die größte Krise seit dem Zweiten Weltkrieg ausgelöst. Angesichts der massiven Auswirkungen auf nahezu alle Lebensbereiche durchleben wir bereits seit Anfang letzten Jahres ein regelrechtes Wechselbad der Gefühle – zwischen Phasen des Bangens vor einer noch größeren Eskalation und der Hoffnung einer baldigen Bewältigung der Krise. Dieses Auf und Ab spiegelt sich auch in der Entwicklung der Zustimmungswerte der im Bundestag vertretenen Parteien wider. Anfangs profitierten die Unionsparteien von der weniger dramatisch als befürchtet verlaufenen ersten Corona-Welle; für den gegenteiligen Effekt sorgten dann ein schleppender Impfbeginn und die unterschätzte Gefahr einer zweiten und dritten Welle. Anders als während der Flüchtlingskrise im Jahr 2015 zogen dieses Mal aber nicht die populistischen Kräfte Nutzen aus der Schwäche der Regierungsparteien.

Vom Jäger zum Gejagten

Es waren die Grünen, die offensichtlich den Nerv der Zeit trafen, indem sie sich zum einen für eine entschiedene Lockdownpolitik einsetzten und zum anderen mit Modellprojekten wie in Tübingen Erfolge feierten. Das Ergebnis: Auch dank einer im Vergleich zur Union nahezu geräuschlosen Nominierung ihrer Spitzenkandidatin Annalena Baerbock lagen die Grünen in den Umfragen zwischenzeitlich sogar knapp vor CDU/CSU. Mehr noch: Ohne Beteiligung der Grünen scheint es derzeit keine realistischen Bündnisoptionen nach der Bundestagswahl zu geben. Je nach Ausgang der Wahl sind mehrere Konstellationen denkbar. Für eine Koalition mit der Union ist nach dem jetzigen Stand der Dinge grün-schwarz ebenso denkbar wie schwarz-grün. Möglich sind aber auch Dreierbündnisse, etwa im Farbenspiel einer Ampel oder in Form von grün-rot-rot. Für die Grünen bietet dies eine historische Gelegenheit, nicht nur mitzuregieren, sondern Politik in ihrem Sinne zu gestalten und dabei vor allem den ökologischen Wandel voranzutreiben.

Nicht zuletzt auch durch den medienwirksam ausgetragenen, missglückten Machtkampf der Unionsvorsitzenden Markus Söder und Armin Laschet sind die Grünen in die Rolle des politisch Gejagten hineingewachsen – eine Rolle, mit der sich die Öko-Partei derzeit aber noch schwertut. Sowohl die persönlichen Sympathiewerte Baerbocks als auch die Umfragewerte der Partei sanken zuletzt, nachdem die Spitzenkandidatin Korrekturen an ihrem Lebenslauf vornehmen musste. Es bahnt sich inzwischen ein echter Dreikampf zwischen Union, Grünen und SPD um das Kanzleramt an. Hierbei dürften sowohl die Parteien links als auch rechts der Mitte die Grünen in die Nähe des jeweils anderen Lagers zu rücken versuchen, um sich selbst politisch abzugrenzen. Aus der Chance vielfältiger Bündnisoptionen kann auch eine Bürde erwachsen: Wenn die Wählerinnen und Wähler im Vorfeld des Urnengangs nicht wissen, zu welchem politischen Lager die Grünen schlussendlich eher neigen werden oder ob das Ziel der Kanzlerschaft doch vor den ansonsten so deutlich beschworenen inhaltlichen Zielen steht.

Zahlreiche Optionen für die Grünen

Der Blick ins Wahlprogramm liefert zumindest keine eindeutigen Antworten, in welche politische Richtung die Grünen eher tendieren. Im Gegensatz zur Wahl vor vier Jahren verzichtet die Partei dieses Mal auf Wahlziele, die größere Teile der Wählerinnen und Wähler abschrecken könnten. Seinerzeit haftete ihr das Image der Verbotspartei an und Forderungen nach einer Abschaffung des Ehegattensplittings sorgten für Verunsicherung. Erwartungsgemäß stellt die Ökopartei ihre umweltpolitischen Ziele an erste Stelle, weil sie den Markenkern der Partei ausmachen. Allerdings sind die dort formulierten Forderungen keine KO-Kriterien für eine Zusammenarbeit mit den eher wirtschaftsfreundlichen Parteien CDU/CSU und FDP. Der Kohleausstieg soll nach Wunsch der Grünen um acht Jahre auf 2030 vorgezogen werden, ebenfalls ab 2030 sollen nur noch emissionsfreie Autos zugelassen werden – im Vergleich zu den Forderungen der Bewegung Fridays For Future ein geradezu moderater Anspruch. Zwar planen die Grünen, auch CO₂-Zertifikate zu verteuern, setzen aber auf marktwirtschaftliche Instrumente und Lösungen für die energieintensive Industrie. Dass die Grünen – abgesehen von ihrem ökologischen Markenkern – eine im Grundsatz eher links ausgerichtete Partei sind, kann man an den sozial- und steuerpolitischen Forderungen ablesen. Im Wahlprogramm finden sich unter anderem die Ideen für eine Anhebung des Mindestlohns auf 12 Euro, eine höhere Einkommenssteuer für Besserverdienende sowie eine Begrenzung von Mietpreissteigerungen (siehe hierzu auch die Rubrik „Anlagestrategie“). Auf den ersten Blick ist die Schnittmenge mit SPD und Linken hier deutlich größer.

Neben dieser Brücke nach links bestehen auch Gemeinsamkeiten mit Parteien rechts der Mitte. So dürfte die Forderung nach einer Senkung der Grunderwerbssteuer für den privaten Immobilienerwerb vor allem bei Union und FDP Anklang finden. Eine geradezu wirtschaftsliberale Haltung nehmen die Grünen beispielsweise bei der Rente ein. Ähnlich wie die FDP planen die Grünen eine Kapitaldeckung als Ergänzung zum Umlageverfahren einzuführen – eine Forderung, die weder die Linke noch Teile der SPD mittragen würden. Kritischer dürfte indes aus Sicht von Union und FDP die Forderung nach der Wiedereinführung einer Vermögensteuer (siehe hierzu auch die Rubrik „Was ist eigentlich?“) anmuten, wenngleich die Grünen zumindest betriebliche Vermögen stärker schonen wollen. Auch der Vorschlag, die Schuldenbremse zugunsten höherer öffentlicher Investitionen in die Infrastruktur aufzuweichen, dürfte bei schwarz und gelb nicht auf ungeteilte Zustimmung stoßen. Eine echte Sollbruchstelle für eine Zusammenarbeit mit der Linken könnte hingegen die Außenpolitik darstellen. Hier haben die Grünen ihre ehemals pazifistische Haltung längst relativiert und stehen klar zu den atlantischen Bündnispartnern und – anders als die Linkspartei – in Opposition zu Russland.

Rechts, links oder Mitte?

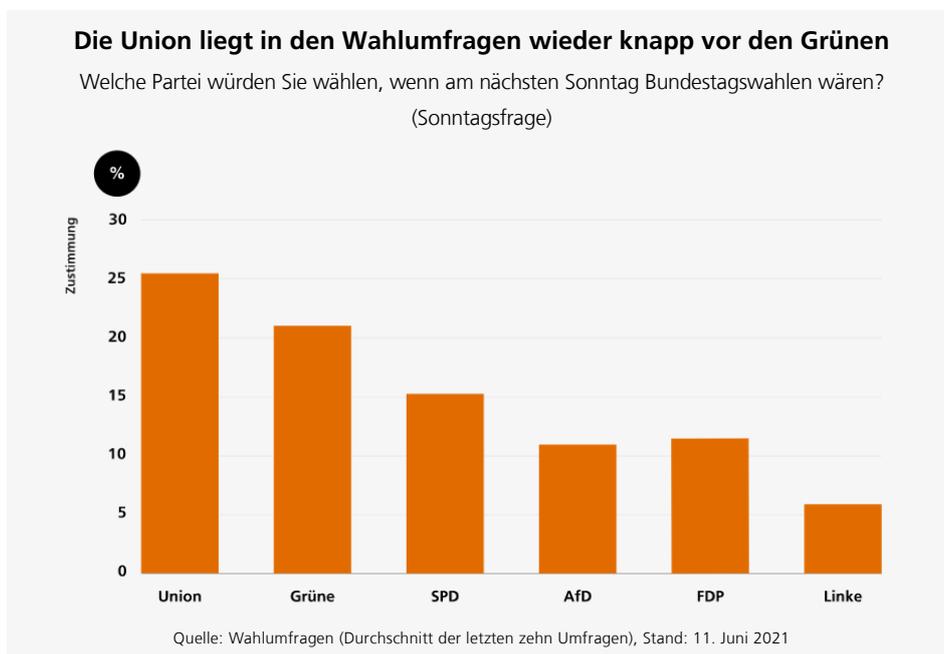
In Summe lässt sich festhalten, dass das Wahlprogramm der Grünen Züge eines Regierungsprogramms aufweist, das sich wahlweise politisch nach links oder nach rechts schärfen lässt. Offensichtlich ist aber, dass die Partei immer mehr in die politische Mitte rückt, wohingegen die SPD in Abgrenzung zu schwarz und grün eher nach links driftet. Da der Unionskandidat Laschet ebenfalls für eine gemäßigte Politik steht, spricht viel dafür, dass die Grünen durchaus eine Koalition mit CDU/CSU wagen würden – auch um

schwierigere Drei-Farben-Konstellationen zu vermeiden. Sollten die Grünen hinter der Union den zweiten Platz belegen, Mehrheiten ohne die Union aber rechnerisch möglich sein, werden die Grünen nicht umhinkommen, auch andere Optionen auszuloten, um Annalena Baerbock den Weg ins Kanzleramt zu ebnen. Hier dürfte trotz Differenzen in der Steuer- und Sozialpolitik eine Ampelkoalition die bevorzugte Option sein. Nicht nur die Grünen sollten an der historischen Chance einer Kanzlerschaft Interesse haben, auch die SPD könnte in diesem Fall als aktuell nur drittstärkste politische Kraft trotzdem an der Regierung beteiligt bleiben. Aus Sicht der FDP scheint die Ampel ohnehin inzwischen die einzige realistische Option für eine Regierungsbeteiligung im Bund zu sein, da nicht nur die Mehrheiten für schwarz-gelb in weite Ferne gerückt sind. Hinzu kommt, dass Grüne und Union seit Längerem bereits in Summe mit mindestens rund 50% der Wählerstimmen rechnen können und auf einen dritten Partner voraussichtlich nicht angewiesen wären. Sollte die FDP einer Ampelkoalition mit Grünen und SPD dennoch eine Absage erteilen, würde die Partei nach den bereits gescheiterten Jamaika-Verhandlungen vor vier Jahren ihren Ruf als politischer Zauderer zementieren.

Die politisch heikelste Konstellation wäre sicherlich der Versuch, ein grün-rot-rotes Bündnis zu schmieden. In weiten Teilen der Bevölkerung, aber auch innerhalb der jeweiligen Parteien würde ein solches Vorhaben auf große Skepsis stoßen. Das Risiko, dass eine erste grüne Kanzlerschaft im politischen Streit zu scheitern droht, könnte Baerbock und Co. davon abhalten – zumal sich überhaupt nicht kalkulieren ließe, wann die gewaltigen Differenzen in der Außenpolitik schlagend würden. Im Vergleich zu elementaren außen- und sicherheitspolitischen Fragen, die auch Deutschlands Ansehen im Ausland maßgeblich bestimmen, erscheinen Diskussionen über Detailfragen in der Steuer- und Sozialpolitik weniger problematisch zu sein. Nichtsdestotrotz ist auch ein Linksbündnis nicht gänzlich vom Tisch, wenn eine solche Konstellation die einzig verbleibende Option für ein grünes Kanzleramt darstellen würde.

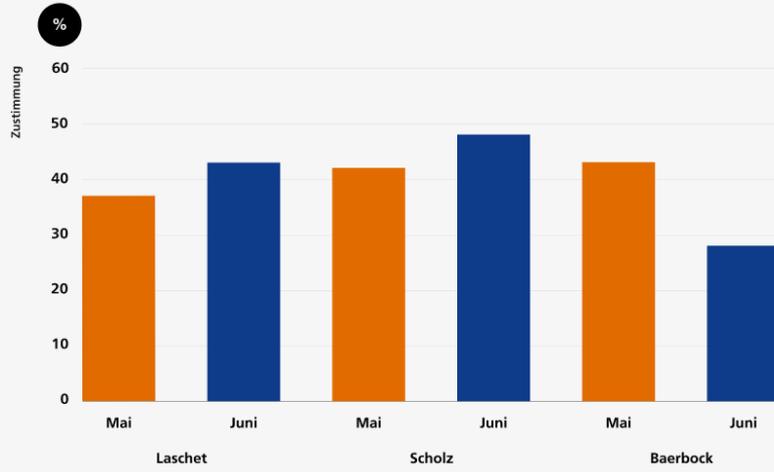
Es bleibt spannend

Da Bundestagswahlen immer auch Personenwahlen sind und in der Corona-Krise die Bedeutung von Spitzenkandidaten für den Wahlausgang eher noch zugenommen hat, könnte den anstehenden Rededuellen der Spitzenkandidaten eine große Bedeutung zukommen. Hier dürften alle drei Kandidaten jeweils auf Angriff setzen, um am Ende die Nase vorn zu haben. Wenngleich das Rennen um das Kanzleramt längst noch nicht entschieden ist, dürfte jetzt schon klar sein: Deutschland steht zu Beginn der 20er-Jahre vor einer politischen Zäsur, und das Abschneiden sowie die Bündnisentscheidungen der Grünen könnten am Ende ausschlaggebend für die zukünftige politische Ausrichtung des Landes sein.



Baerbock verliert an Zustimmung – Scholz beliebter als seine Partei

Wer ist als Kanzler/in geeignet?



Quelle: ZDF Politbarometer, Stand: 11. Juni 2021



MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Am Aktienmarkt – sowohl in Europa als auch in den USA – jagt ein Rekord den nächsten, unterbrochen von moderaten Rücksetzern aufgrund aufflammender Inflationsängste. Kurzfristige Belastungen am hiesigen Aktienmarkt drohen im Falle einer grün-rot-roten Koalition. Wie werden die Märkte sich längerfristig entwickeln?

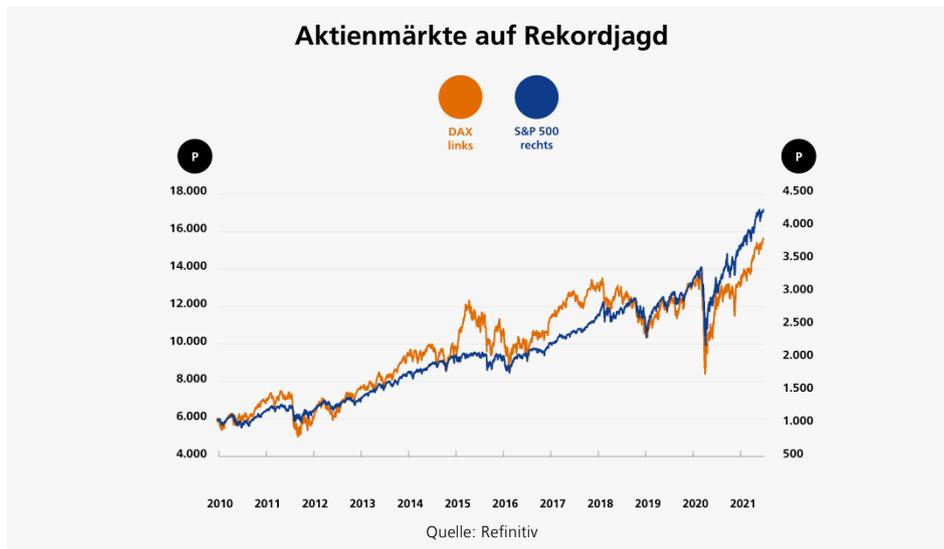
Anfang Juni erzielte der deutsche Leitindex neue Rekorde – beflügelt von einer festeren Tendenz an der Wall Street und verstärktem globalen Konjunkturoptimismus. Die konjunkturelle Zuversicht ist derzeit so stark ausgeprägt, weil die Pandemie dank der großen Impffortschritte zunehmend besser eingedämmt werden kann. In Deutschland zeigt die Bundesnotbremse ihre Wirkung in Form sinkender Inzidenzzahlen. Damit sind nun Lockerungen der coronabedingten Einschränkungen möglich, die für einen Stimmungsumschwung im belasteten Dienstleistungssektor sorgen. Hinzu kommen die dank der stärkeren Auslandsnachfrage prall gefüllten Auftragsbücher der Industrie.

Droht eine gesteigerte Inflation?

Damit wächst die Zuversicht für einen Post-Corona-Boom. Gleichzeitig sind die Rohstoffpreise im Vergleich zum Vorjahr deutlich gestiegen. In Kombination mit der lockeren Geld- und Fiskalpolitik nährt dies an den Märkten immer wieder Befürchtungen, die großen Notenbanken könnten bald ihre Anleihekäufe drosseln.

Bislang haben die sehr expansive Wirtschaftspolitik sowie die reichlich vorhandene Liquidität den Märkten als Schmiermittel gedient und somit die Börsenhausse unter Dampf gehalten.

Die in den USA und hierzulande steigende Inflation begründen die Fed-Mitglieder wie auch einige EZB-Ratsmitglieder mit einem temporären Inflationsdruck, der vor allem von Basiseffekten ausgeht. Dieser Druck sollte 2022 wieder spürbar abnehmen. Mit dem sich festigenden Konjunkturaufschwung könnte die Tapering-Debatte – die Spekulation darüber, ob die US-Notenbank den Geldhahn zudreht – am Markt im Herbst 2021 Fahrt aufnehmen. Wir gehen davon aus, dass die Fed Anfang 2022 als Erste ihre Wertpapierankäufe graduell und behutsam zurückfährt, sodass die Aktienmärkte nicht aus der Bahn geworfen werden.



Politische Faktoren zweitrangig

Mit Blick auf die Bundestagswahl im September ist eine grün-rot-rote Regierung derzeit die einzige Regierungskonstellation, die am Aktienmarkt als belastend gesehen wird – wohl auch wegen der schlechten Erfahrungen mit der dezidiert linken Regierungspolitik in Berlin-Brandenburg. Schon jetzt zeichnet sich ab, dass Immobilienunternehmen wegen der forcierten Mietregulierung und einige der Konzerne mit großem Klima-Fußabdruck schlechter gestellt wären als unter der jetzigen Regierung. Solche Unternehmen sind im DAX jedoch nur gering gewichtet. Nutznießer einer grün geführten Regierung könnten innovative Energieunternehmen und -zulieferer sein (siehe hierzu auch die Rubrik „Research-Spezialthema“), die von Förderprogrammen im Zuge des industriellen Wandels zur CO₂-Vermeidung profitieren würden.

Generell war der Ausgang von Bundestagswahlen aber nie besonders bedeutsam für die Entwicklung des DAX. Entscheidend für die langfristige Kursentwicklung des DAX ist die langfristige Gewinnentwicklung der DAX-Unternehmen, und die hängt in hohem Maße von den Absatzmärkten außerhalb Deutschlands ab. Da diese mit Blick auf die fortschreitende globale Konjunkturerholung günstig sind, bleiben wir für die Aktienmärkte positiv gestimmt. Stark am deutschen Markt investierte Anleger sollten ihren Home Bias jedoch überdenken und ihr Portfolio breiter streuen.

DZ BANK Index-Prognosen

| | Index | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|-------------|---------------|------------|------------|
| Europa | Euro Stoxx 50 | 4.200 | 4.300 |
| Deutschland | DAX | 15.700 | 16.500 |
| USA | S&P 500 | 4.600 | 4.700 |

Quelle: DZ BANK

Gold bleibt kurzfristig noch gut unterstützt

Der Goldpreis ist, getragen von einem schwächeren US-Dollar, deutlich über die Marke von 1.800 US-Dollar gestiegen. Angetrieben wurde er zuletzt auch vom US-Inflationsanstieg, der vor allem durch Basiseffekte in den Rohölpreisen verursacht wurde. Die von den Fiskalpaketen der Regierungen und der anhaltend expansiven Geldpolitik ausgelösten Inflationssorgen sowie wieder niedrigere Realzinsen werden den Goldwert kurzfristig weiter stützen.

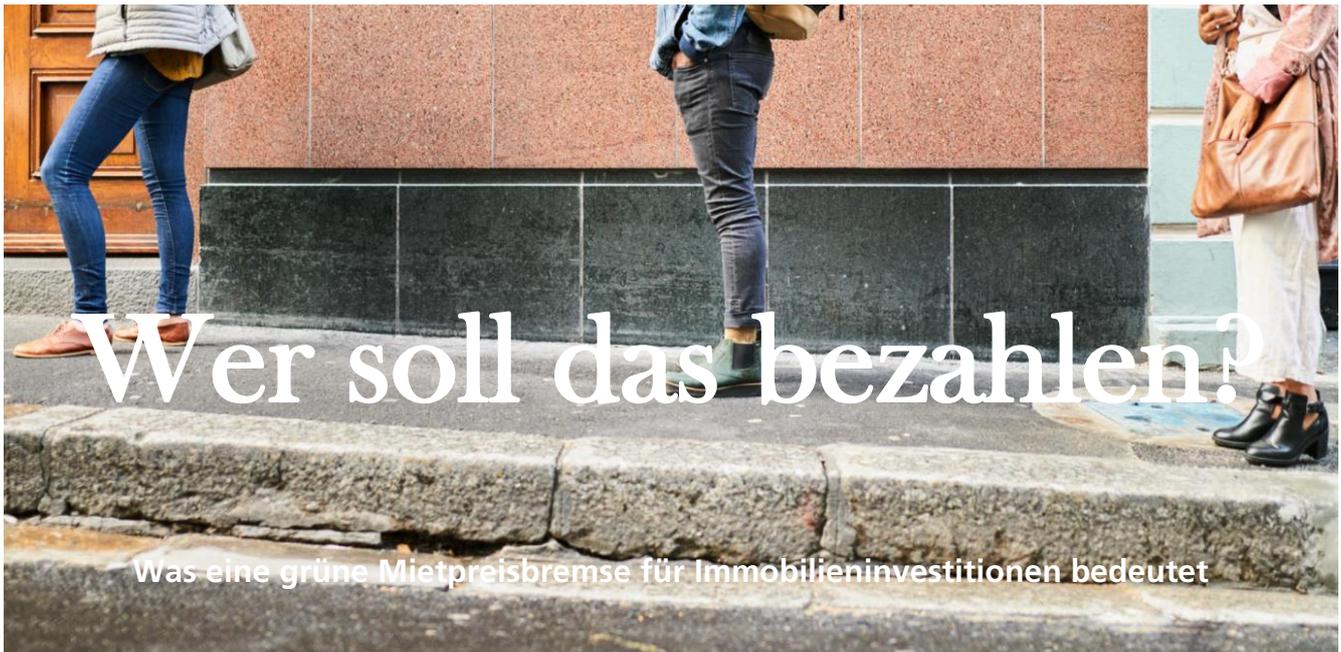


Wir rechnen damit, dass er sich zunächst oberhalb der Marke von 1.800 US-Dollar je Feinunze halten wird. Allerdings wirken die rasante Konjunkturerholung im weiteren Jahresverlauf und das mit Blick auf das wohl Anfang 2022 beginnende Tapering der Fed euphoriebegrenzend, sodass wir den Goldpreis auf Sicht von zwölf Monaten bei etwa 1.700 US-Dollar sehen.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

| | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|--------------------------------------|------------|------------|
| Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze) | 1.750 | 1.700 |
| Goldpreis in Euro (je Feinunze) | 1.400 | 1.360 |

Quelle: DZ BANK



ANLAGESTRATEGIE

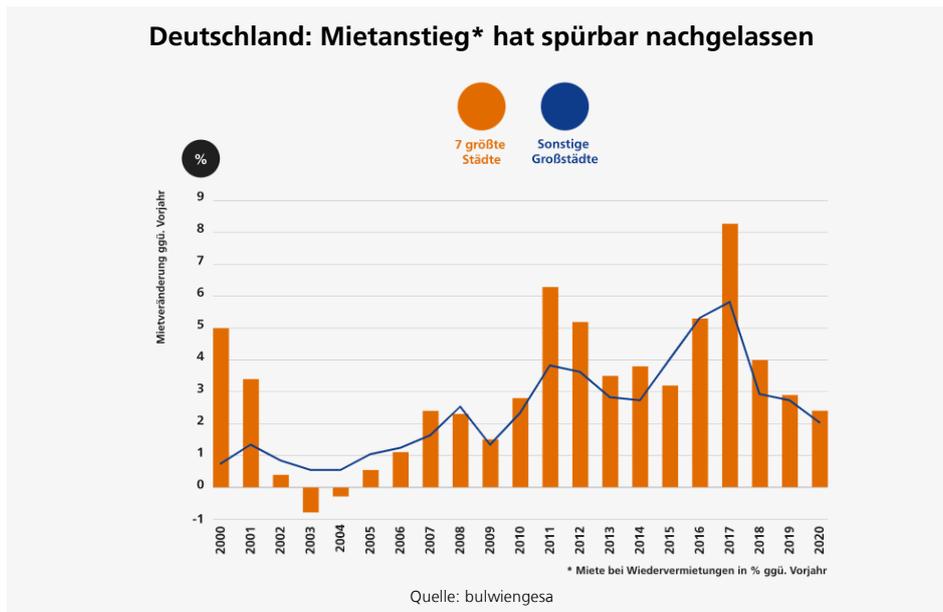
Thorsten Lange, Economist, und Karsten Oblinger, Analyst

Trotz Corona-Pandemie steigen die Wohnungsmieten weiter. Besonders in Großstädten bleibt die Lage dabei angespannt. Das schürt Erwartungen an die Politik und wird zum Thema der Bundestagswahl im September.

Die Mietpreisbremse der aktuellen Bundesregierung hatte keinen durchschlagenden Erfolg. Härter griff der Berliner Senat 2020 mit dem Mietendeckel durch. Doch das Instrument scheiterte nach nur einem Jahr aus formalen Gründen vor dem Bundesverfassungsgericht. Die Begründung: Das Mietrecht komme nicht von den Ländern, sondern vom Bund. Daher wollen die Bundes-Grünen nachschärfen – allerdings mit moderateren Vorschlägen als denen aus dem Berliner Abgeordnetenhaus.

Grüne Pläne für den Wohnungsmarkt

Gemäß ihrem Programm zur Bundestagswahl zeigen sich die Grünen entschlossen, mehr Wohnraum in Städten zu schaffen. Dazu sollen eine Million preisgünstige Wohnungen mittels einer neuen Wohngemeinnützigkeit entstehen. Geplant ist, die Spekulation mit Bauland zu beenden sowie Grund und Boden gemeinwohlorientiert zu verwalten. Konkreter wird es bei den mietdämpfenden Instrumenten. Zwar findet sich das Wort Mietendeckel nicht im Programm, Mietobergrenzen im Bestand sollen aber möglich werden. Zudem ist eine verschärfte und unbefristete Mietpreisbremse geplant. Mieterhöhungen sollen auf 2,5% im Rahmen der Mietspiegel limitiert werden. Gleichzeitig soll der Zeitraum der einbezogenen Mietverträge auf 20 Jahre verlängert werden. Die so verursachte spürbare Absenkung der ortsüblichen Vergleichsmiete könnte vom heutigen Mietniveau aus Mieterhöhungen auf Jahre hinaus verhindern. Angedacht ist zudem eine Reduktion der Modernisierungumlage auf 1,50 Euro je Quadratmeter, wodurch energetische Sanierungen warmmietenneutral möglich – vielleicht aber auch verhindert – werden.



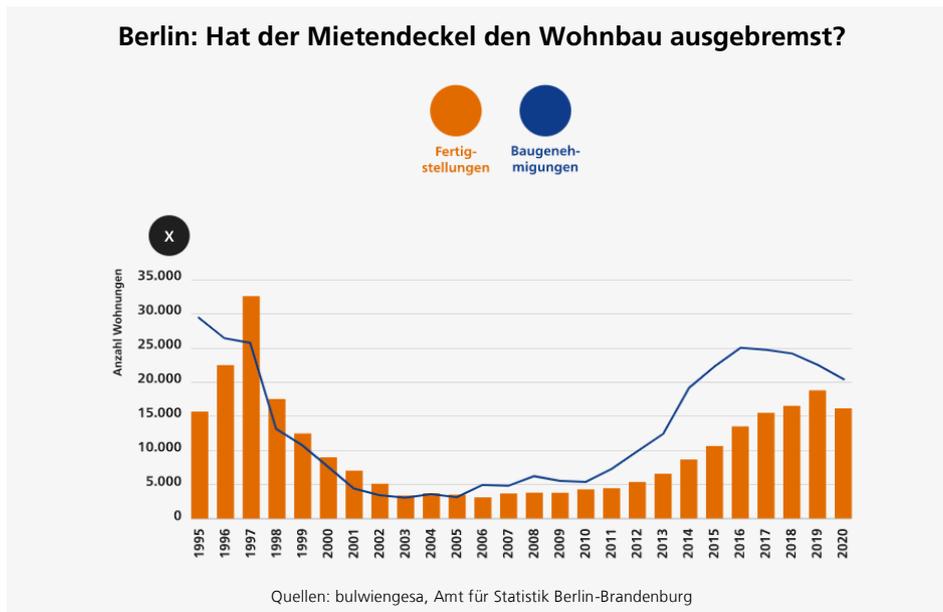
Wohnungsmieten sind trotz des starken Anstiegs in den Großstädten meist moderat

Die Pläne, die Teilen der Grünen nicht ambitioniert genug ausgefallen sind, werden die Erfolgswelle der Partei nicht bremsen. Umfragen zeigen vielmehr, dass viele Bürger eine stärkere Mietregulierung befürworten. Schließlich sind die Wohnungsmieten – bei Neuvermietung – binnen zehn Jahren in den sieben größten Städten um über 50% und in den übrigen Großstädten um mehr als 40% gestiegen. Doch der Großteil der Mieter leidet nicht unter hohen Mieten. 2018 lag die bundesweite Nettokaltmiete bei 6,90 Euro je Quadratmeter bei einer Mietbelastung von 27% des Einkommens. Selbst in den beiden größten Städten sind die Werte nicht viel höher. Für Berlin werden 7,40 Euro und 28% genannt, in Hamburg sind es 9,10 Euro und 30%. Die Überbelastung mit Wohnkosten ist von 2013 bis 2018 sogar gesunken. Mit Blick auf die zuletzt eher moderat gestiegenen Mieten dürften die Werte im Wesentlichen noch gelten. Demnach erscheint eine umfassende bundesweite Mietdämpfung unnötig.

Wer in gefragten Innenstadtlagen auf Wohnungssuche geht, muss allerdings deutlich mehr zahlen. In Berlin Mitte werden für Bestandswohnungen Kaltmieten von durchschnittlich 15,50 Euro je Quadratmeter verlangt. An der Alster in Hamburg sind es etwa 17 Euro und in Schwabing in München sollte man sich auf mehr als 20 Euro einrichten. Vom Berliner Mietendeckel haben die einkommensstarken Bewohner der gefragten Gründerzeithäuser am stärksten profitiert. Kaum Vorteile brachte er den oft sozialschwächeren Mietern in günstigeren Wohnblöcken der 1960er- und 1970er-Jahre aus den Wohnungsportfolios von Deutsche Wohnen und Co.

Eine schärfere Regulierung ist kontraproduktiv

Der sichtbar abgebremste Mietanstieg in den Großstädten zeigt, dass der Wohnungsmarkt funktioniert und sich selbst reguliert. Steigende Mieten kurbeln den Wohnungsbau an und erweitern das Angebot. Eine moderate Mietentwicklung ist auch ohne erneute Markteingriffe wahrscheinlich. Die kräftigen Mietanstiege werden sich kaum wiederholen. Sie sind eine Folge des zeitweilig hohen, inzwischen aber viel schwächeren, Zuzugs in die Städte. Die zeitverzögerte Reaktion des Wohnungsmarktes verursachte die mietentreibende Angebotsverknappung.



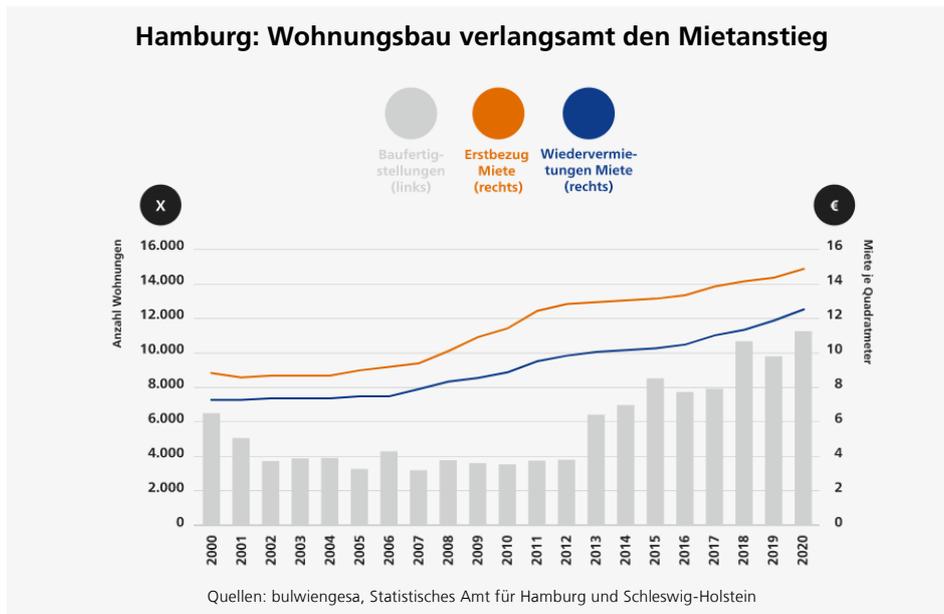
Mietregulierung kann diesen Prozess stören. Nach der Ankündigung des Berliner Mietendeckels 2019 gingen die Neubauzahlen trotz hohem Wohnungsbedarf zurück. Immobilienportale meldeten, dass das Angebot der regulierten Bestandswohnungen um rund ein Drittel sank. Wird die Vermietung bundesweit unattraktiver, könnte das Investitionen weg vom Wohnungsmarkt in andere Segmente umleiten. Ein Zinsanstieg würde eine solche Entwicklung noch beschleunigen. Zudem sind nicht nur renditeorientierte Wohnungsgesellschaften an Mieterhöhungen interessiert. Auch Wohnungsgenossenschaften und kommunale Wohnungsgesellschaften brauchen sie. Überschüsse sind notwendig, um Neubauprojekte vorzufinanzieren. Ohne ausreichend hohe Sanierungsumlagen wird die teure energetische Sanierung des in die Jahre gekommenen Wohnungsbestands nicht vorankommen.

Aktienmarkt unterstellt zwei Szenarien

Der Kapitalmarkt hat das Thema Bundestagswahl 2021 für das Wohnimmobiliensegment bereits klar im Blick, da die Aktienkurse in Einklang mit dem Umfragetief der CDU gesunken sind und die aktuellen Bewertungen teilweise erhebliche Abschläge zu den Net Asset Values (Nettoinventarwerte) aufweisen. Eine isolierte Betrachtung des grünen Wahlprogramms und dessen mögliche Auswirkungen auf die Gewinnentwicklung der Gesellschaften werden vermutlich nicht der primäre Treiber für die Kursbewegungen der nächsten Monate sein. Vielmehr sind wir davon überzeugt, dass der Kapitalmarkt für die Zeit nach der Bundestagswahl grundsätzlich grob zwei Szenarien differenzieren wird. Das eine Szenario wäre eine Koalition von Grünen und CDU (gegebenenfalls mit der FDP) oder Grünen mit SPD und FDP oder möglicherweise CDU, SPD und FDP. In einem solchen Szenario würde der Kapitalmarkt jeweils eine moderate Verschärfung der Regulierung unterstellen, die unseres Erachtens in den Aktienkursen mindestens eingepreist ist.

Das zweite Szenario wäre ein Linksbündnis aus Grünen, SPD und LINKE. Für diesen Fall ist aus heutiger Sicht kaum abschätzbar, welchen Abschlag insbesondere ausländische Investoren für das regulatorische Risiko veranschlagen würden. Vermutlich wäre der aktuell bereits aufgebaute Bewertungsabschlag dann nicht ausreichend. Insgesamt muss man ganz klar feststellen, dass der Wohnimmobiliensektor durch politische beziehungsweise regulatorische Risiken inzwischen deutlich „schwieriger greifbar“ ist, als dies noch vor einigen Jahren der Fall war, als die Aktienkurse relativ eindeutig nur der Entwicklung des Nettoimmobilienwerts der Gesellschaften gefolgt sind. Die Entwicklungen rund um den Berliner Mietendeckel haben das gezeigt.

Ein wesentliches zentrales Thema der Grünen haben die Immobiliengesellschaften bereits fest in ihren Zukunftsstrategien verankert: Nachhaltigkeit und Klimaschutz. Diesbezüglich besteht bei allen börsennotierten Gesellschaften inzwischen ein starker und klar dokumentierter Fokus in der Zukunftsausrichtung. Die ökonomischen Gründe hierfür liegen auf der Hand. Einerseits wollen die Gesellschaften Teil der Lösung der komplexen Herausforderung, bezahlbaren Wohnraum in Städten zu schaffen, sein. Andererseits unterstellt man, dass Nicht-Nachhaltigkeit zunehmend monetär sanktioniert und Nachhaltigkeit entsprechend gefördert wird. Klar in diesen Kontext einordnen lässt sich die jüngst bekannt gegebene Übernahmeofferte von Vonovia für Deutsche Wohnen. So weisen die Unternehmen explizit darauf hin, dass das kombinierte Unternehmen besser aufgestellt sein wird, den Herausforderungen der Megatrends im Wohnbereich zu entsprechen. Konkret gemeint sind vor allem Klimaziele sowie Schaffung und Bereitstellung von bezahlbarem Wohnraum in urbanen Ballungsräumen.



Zu kurz gedacht?

Zwar ist das Wahlprogramm der Grünen weniger radikal als der Mietendeckel des rot-rot-grünen Berliner Senats. Doch auch die geplanten Vorhaben haben es in sich. Mieterhöhungen könnten auf Jahre ausfallen. Das ist nicht nur schlecht für Vermieter und Aktionäre, sondern vor allem für Mieter. Bauen und Modernisieren kostet viel Geld, das der mit Corona-Schulden beladene Staat nicht hat. Nur bei auskömmlichen Mieten und Renditen fließen die notwendigen privaten Mittel in Bauinvestitionen als Garant eines guten Wohnungsangebots und bezahlbarer Mieten. Mietbremsen lindern den Frust der Wohnungssuchenden nicht, wenn keine passenden Wohnungen verfügbar sind. Zudem könnte eine Regulierung über die bestehende Mietpreisbremse hinaus Klagen vor dem Bundesverfassungsgericht und damit Unsicherheit am Wohnungsmarkt nach sich ziehen. Besser wäre es, überfrachtete Bauvorschriften auszudünnen und einvernehmliche Lösungen zwischen Wohnungswirtschaft und Staat zu suchen, wie es beim Hamburger Bündnis für Wohnen geschehen ist. In welche Richtung die Reise geht, bestimmen die Wähler am 26. September.



Im Bann des grünen Wandels

Welche Branchen von strikteren Klimaschutzmaßnahmen profitieren könnten

RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Werner Eisenmann und Michael Punzet, Analysten

Erklärtes Ziel der Grünen ist, den Klimaschutz so voranzutreiben, dass alle davon profitieren. Gilt das angesichts der strikten Forderungen – Umstieg auf Erneuerbare Energien und Aus für den Verbrenner-Motor – auch für Energieversorger und Netzbetreiber sowie für die Automobilbranche?

Der Wandel zu mehr Nachhaltigkeit stellt Netzbetreiber und Energieversorger vor große Herausforderungen: Versorgungsnetze müssen transformiert und erweitert, nachhaltige Energieerzeugungsanlagen gebaut werden. Wir gehen davon aus, dass sich diese Entwicklung weiter beschleunigt, da der Stromverbrauch in Zukunft noch stärker als ohnehin erwartet steigen wird. Denn mit einer grünen Regierungsbeileiligung dürften die Energiewende, die Transformation hin zu E-Mobilität, zur grünen Wasserstoffwirtschaft sowie Entwicklungen wie Power-to-Heat abermals deutlich Fahrt aufnehmen. Dieser erneute Schub könnte im Zusammenhang mit finanzieller Förderung den Boom in den Bereichen Erneuerbare Energien und Netze verstärken sowie die Volumina im Vertrieb erhöhen. Wir erwarten, dass in diesem Zusammenhang die Vorteile deutlich überwiegen, die sich aus dem höheren Stromverbrauch und den resultierenden gesteigerten Umsätzen ergeben. Der Wettbewerb um Kunden und beim Aufbau von E-Ladesäulen mit starken Akteuren aus der Öl- und Automobilbranche spielt dabei eine untergeordnete Rolle.

Politische Förderung der Energiewende

Eindeutig positive Impulse erwarten wir für Betreiber von Erneuerbaren Energien durch eine schnellere, unkompliziertere und stärkere Expansion. So sieht das grüne Wahlprogramm zum Beispiel vor, die Windkraft an Land um jährlich 5 bis 6 Gigawatt auszubauen und auf See eine Kapazität von 35 Gigawatt bis 2035 zu erreichen. Zusätzliche Treiber für einen raschen Kapazitätsaufbau ergeben sich aus dem Plan, schneller als bisher geplant aus der Kohleverstromung auszusteigen und das Thema Grüner Wasserstoff voranzutreiben.

Das von den Grünen angestrebte neue Energiemarktdesign, das Erneuerbare Energien in vielen Bereichen bevorzugen soll, halten wir ferner für einen sinnvollen Weg, Investoren anzulocken. Dies wird auch nötig sein, da sich in vielen Ländern attraktive Alternativen bieten – zum Beispiel durch den Green Deal der EU und zahlreiche nationale Anreizsysteme in Europa sowie durch die neue US-Energiepolitik. Weitere Maßnahmen, mit denen die Grünen den Zubau von Erneuerbaren fördern wollen, sind die Abschaffung von Mindestabständen zu Siedlungen, vereinfachte Genehmigungsverfahren gepaart mit höherem Personaleinsatz oder die Erleichterung von Repowering, also dem Ersatz alter durch neue Anlagen.

Der höhere Strombedarf und die Expansion bei Erneuerbaren Energien machen einen schnelleren Ausbau sowie eine Modernisierung der Stromnetze nötig, um die Netzstabilität zu gewährleisten. Auch hier bieten die Grünen Anreize. So winkt den Versorgern ein stetig steigender Gewinnbeitrag in ihren Netzbereichen. Die Auswirkungen der angestrebten bundeseinheitlichen Verteilnetzentgelte und ein stärkerer staatlicher Einfluss auf die Übertragungsnetzbetreiber sind mangels Details aber noch schwer einzuschätzen.

Generell sind Versorger auch Profiteure des Aufbaus der geplanten grünen Wasserstoffwirtschaft – sowohl bei der Herstellung, der Verteilung, dem Vertrieb, dem Handel und dem Aufbau einer Importinfrastruktur. Wasserstoff, der auf Basis fossiler Energien in Verbindung mit der Abspaltung und Speicherung des entstehenden CO₂ hergestellt wird, soll nach den Vorstellungen der Grünen jedoch nicht einmal beim Import eine Rolle spielen. Mit dieser kategorischen Ablehnung könnte eine Chance vergeben werden. Einige Länder, die auf diese unseres Erachtens ebenfalls klimafreundliche und unter Umständen günstigere Technologie setzen, hätten einen Wettbewerbsvorteil. Ferner ist Gas nahezu unbegrenzt vorhanden, während Erneuerbare Energien noch lange Zeit ein knappes Gut bleiben werden.

Schnellerer Kohleausstieg und mehr Gegenwind für Gas

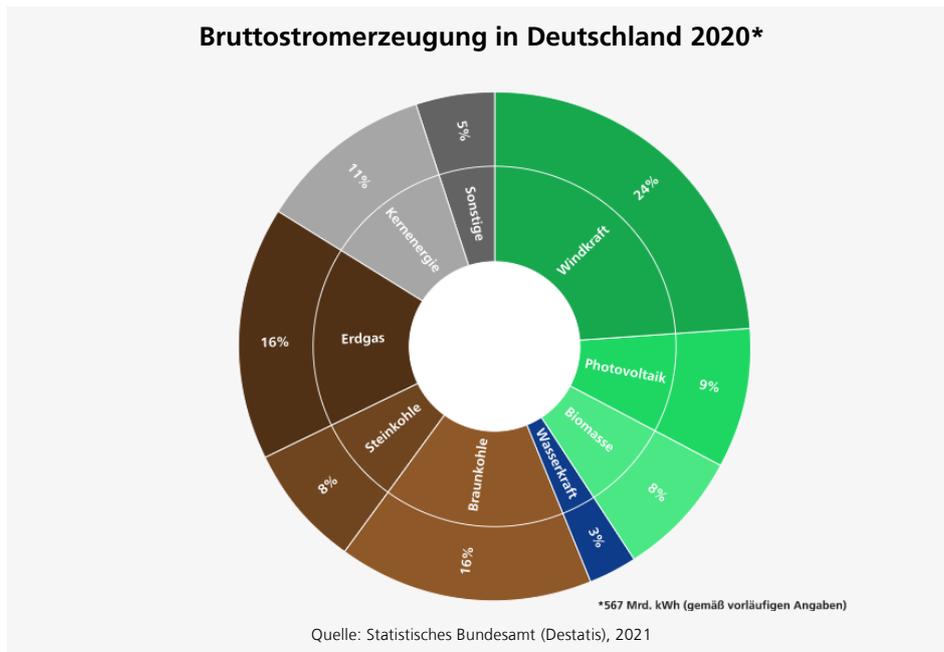
Für Versorger mit starkem Standbein in der Kohle- und Gasverstromung klingen Teile des grünen Wahlprogramms jedoch eher wie eine Kampfansage. So soll der CO₂-Ausstoß bis 2030 um 70% gegenüber 1990 reduziert werden. Diese Forderung übertrifft sowohl die europäische Marke von minus 55% als auch das gerade von der amtierenden Bundesregierung auf minus 65% erhöhte Ziel. Gleichzeitig sorgen die Reform des Europäischen Emissionshandelssystems sowie nationale CO₂-Mindestpreise dafür, dass die Energiegewinnung aus fossilen Quellen sich weniger rentiert. Das Ziel der Grünen: den Kohleausstieg beschleunigen und bereits 2030, statt bis 2038, vollenden. Zusätzliche Entschädigungszahlungen über die geltenden Verträge hinaus sind dafür laut dem Parteiprogramm nicht vorgesehen. Sollte die EU-Kommission, die derzeit in einer vertieften Prüfung befindliche Entschädigungsregelung für den Braunkohleausstieg nicht genehmigen, hätten die betroffenen Versorger mit den Grünen zudem einen harten Verhandlungspartner, um einen neuen Kompromiss auszuhandeln.

Überdies sehen die Grünen Gas nur bedingt als Übergangrohstoff an, stellen sich darüber hinaus klar gegen das fast fertiggestellte Pipelineprojekt Nord Stream 2 mit Russland und wollen den Import fossiler Energieträger erschweren. Neue Gaskraftwerke oder Infrastrukturen sollen nur noch gebaut werden, wenn sie schon bereit für den Einsatz von Wasserstoff sind. Damit gerät ein weiteres Standbein der deutschen Versorger in die Schusslinie, was im Zusammenhang mit Atomausstieg, schnellerem Kohleausstieg und höherem Stromverbrauch letztlich die Versorgungssicherheit gefährden könnte.

Chancen müssen ergriffen werden

Insgesamt schätzen wir deutsche Versorger-Aktien als Gewinner einer grünen Regierungsbeteiligung ein. Chancen bieten insbesondere Unternehmen mit Stärken in den Bereichen Erneuerbare Energien und Vertrieb. Profitieren sollten aber auch Netzbetreiber und zukünftige Wasserstoffproduzenten, zumal die Visionen der Grünen in den möglichen Koalitionen größtenteils umsetzbar scheinen. Eine erhöhte Unsicherheit besteht unserer Meinung nach für Versorger mit einem starken Standbein bei fossilen Energien – zumindest bis ein Koalitionsvertrag erarbeitet ist. Mit Blick auf Wirtschaftlichkeits- und Arbeitsplatzaspekte

schätzen wir, dass der Widerstand der potenziellen Koalitionspartner hier so stark sein könnte, dass die Grünen ihre Maximalforderungen nicht durchsetzen. Ebenfalls ein wichtiger Faktor: Einige deutsche börsennotierte Versorger sind international aufgestellt. Für sie stellt der Heimatmarkt nur einen Markt dar – wenn auch einen wichtigen. Für eine ausgewogene Investitionsentscheidung empfehlen wir eine gesamtgesellschaftliche Betrachtung der Unternehmen, beispielsweise unter Beleuchtung von Themen wie Bewertung, Dividendenrendite, Zins- und Währungsentwicklung sowie Inflation.

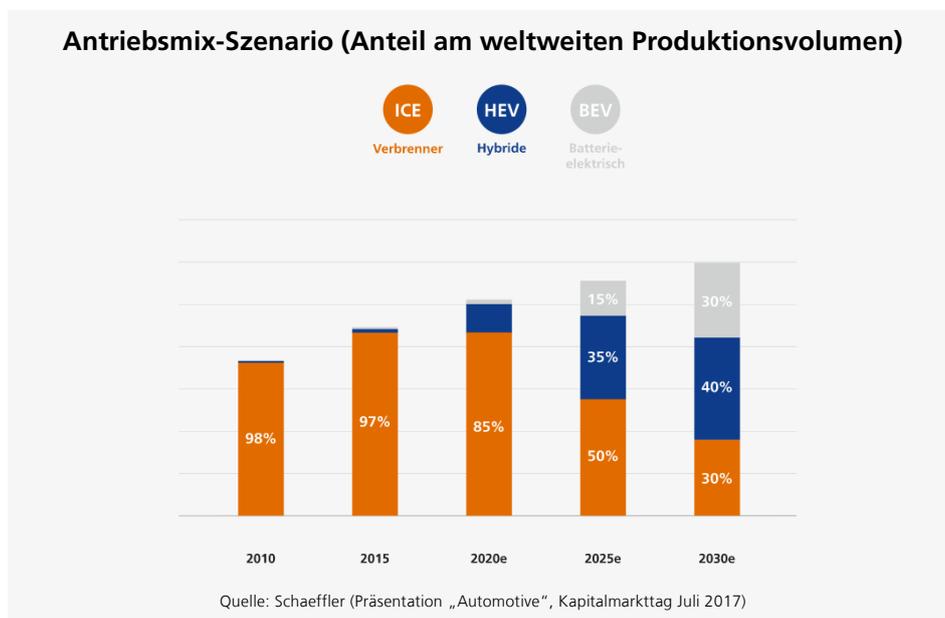


In der Autobranche beschleunigt sich der Strukturwandel

Geht es nach den Grünen, werden ab 2030 keine neuen Verbrenner-Autos mehr neu zugelassen. Sicherergestellt werden sollen im Gegenzug der zügige Auf- beziehungsweise Ausbau der Ladeinfrastruktur und die weitere Förderung des Markthochlaufs von klimafreundlichen Fahrzeugen. Inwieweit sich diese Maximalforderung durchsetzen lässt, hängt jedoch stark vom Ausgang der Wahl ab. In jedem Fall dürfte eine Regierungsbeteiligung der Grünen den Transformationsprozess in der Autoindustrie beschleunigen, der durch die strengeren Emissionsvorgaben unter anderem in Europa ohnehin an Fahrt gewonnen hat.

**Geht es nach den Grünen,
werden ab 2030 keine neuen
Verbrenner-Autos mehr neu
zugelassen**

Im Corona-Jahr 2020 stieg der Absatz von E-Fahrzeugen in Deutschland und Europa deutlich. Den Grund dafür sehen wir nicht nur in dem größeren Angebot an elektrifizierten Fahrzeugen (rein batterieelektrischen (BEV) sowie Hybriden (HEV)), sondern auch in staatlichen Anreizen, die teilweise im Zuge der Pandemie-Maßnahmen eingeführt oder erhöht wurden. Allerdings konzentriert sich die zunehmende Nachfrage primär auf Hybrid-Modelle – nicht zuletzt auch dank der attraktiven Besteuerung von elektrifizierten Fahrzeugen als Dienstwagen. Mit Blick auf das Jahr 2030 gehen wir jedoch von einer stärkeren Fokussierung auf rein elektrisch angetriebene Fahrzeuge aus, auch bedingt durch die Diskussion um eine weitere Verschärfung von Emissionsvorgaben. Regional dürfte diese Entwicklung allerdings sehr unterschiedlich ausfallen, sodass wir das vom Automobilzulieferer Schaeffler entworfene Szenario weiterhin für das realistischste erachten: Gemäß diesem werden im Jahr 2030 von den weltweit verkauften Fahrzeugen 30% über einen reinen E-Antrieb verfügen, 40% über einen Hybrid-Antrieb und nur noch 30% über einen Verbrennungsmotor.



Bremsklotz Ladeinfrastruktur

Eine stärker steigende Nachfrage nach rein batteriebetriebenen Fahrzeugen wird unseres Erachtens derzeit noch ausgebremst – aufgrund der im Vergleich zu Verbrennern höheren Anschaffungskosten, in erster Linie aber durch die mangelnde Ladeinfrastruktur. So hat der Verband der Automobilindustrie (VDA) jüngst darauf hingewiesen, dass durch die gestiegenen Neuzulassungen von E-Fahrzeugen rechnerisch bundesweit 17 E-Autos einen öffentlich zugänglichen Ladepunkt teilen mussten, das sind vier mehr als noch vor einem halben Jahr. Ein weiterer limitierender Faktor zeigt sich aktuell in den vorhandenen Produktionskapazitäten, sowohl aufseiten der Hersteller als auch der Zulieferer.

Globale Aufstellung erschwert stärkere Fokussierung auf E-Autos

Zweifelsohne ist Deutschland ein wichtiger Absatzmarkt (Weltmarktanteil: rund 4%) für die heimische Autoindustrie. Doch einer zu starken Fokussierung auf rein batterieelektrische Fahrzeuge steht die globale Präsenz entgegen. Ungeachtet dessen richten Hersteller und Zulieferer den Blick bei der Verbrenner-Technologie primär auf die Weiterentwicklung bestehender Lösungen und treiben vor allem die Entwicklung von Lösungen für die E-Mobilität voran. Auch dürften Investitionen zum Aus- und Aufbau von Produktionskapazitäten stärker in Richtung E-Mobilität priorisiert werden. Eine vollständige Umstellung auf die E-

Mobilität erscheint uns derzeit nur für Nischenanbieter oder einzelne Modelle realistisch. So will Porsche die nächste Generation des Modells Macan rein elektrisch auf den Markt bringen. Laut Presseberichten soll jedoch gleichzeitig eine überarbeitete Version der aktuellen Generation befristet auch weiterhin mit Verbrennungsmotoren für bestimmte Märkte angeboten werden.

Auswirkungen dürften sich im Rahmen halten

Mit Blick auf die große Bedeutung der Autoindustrie in Deutschland halten wir die Maximalforderung der Grünen – das Aus für Verbrenner ab 2030 – gegenüber den potenziellen Koalitionspartnern für schwer durchsetzbar. Selbst für den Fall, dass sich die Grünen behaupten, erachten wir die fundamentalen Auswirkungen auf die deutsche Autoindustrie für gering, insbesondere für die global tätigen Unternehmen. Denn zum einen ist mit Blick auf strengere Emissionsvorgaben schon jetzt ein steigendes Angebot von elektrifizierten Fahrzeugen zu verzeichnen. Zum anderen ist auf globaler Ebene auch weiterhin eine gute Nachfrage nach Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren und Hybridfahrzeugen zu erwarten. Darüber hinaus kann eine schneller steigende Nachfrage nach E-Mobilitätslösungen über Skaleneffekte zu positiven Ergebniseffekten führen. Allerdings könnte die Diskussion zu diesem Thema im Vorfeld der Bundestagswahl, spätestens im Zuge der Regierungsbildung das Sektor-Sentiment belasten, wobei die Positionierung der jeweiligen Unternehmen beim Thema E-Mobilität zu positiv und beim Thema Verbrenner-Technologien zu negativ gesehen werden kann. Daher würden wir in puncto Anlageüberlegungen im Bereich Automobile global breit diversifizierte Unternehmen, auch unter Berücksichtigung der aktuellen Bewertungskennziffern, favorisieren.



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, 25. Mai 2021

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.

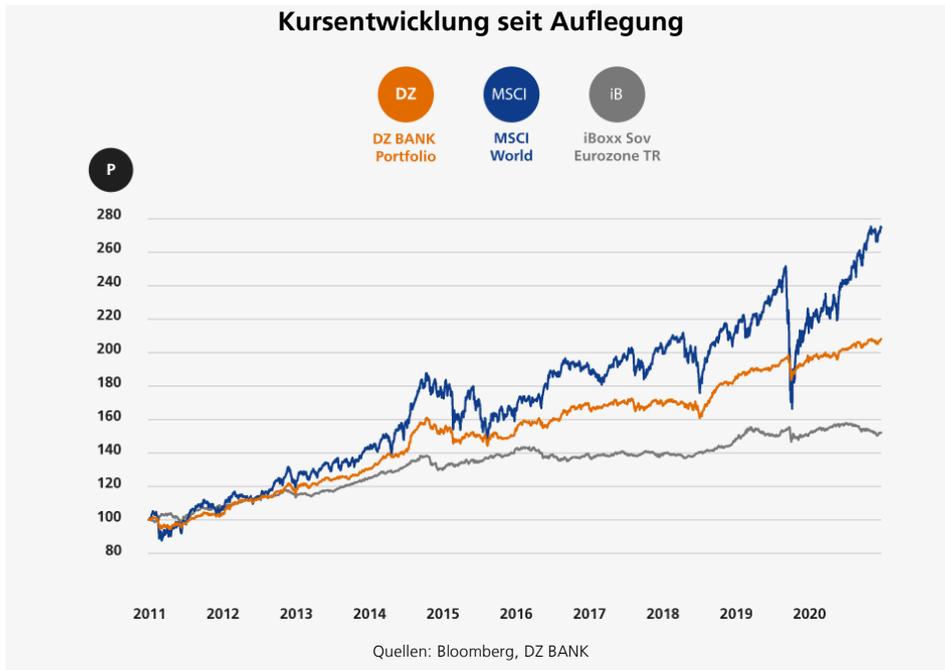
Die wirtschaftlichen Folgen der dritten Pandemiewelle in Europa fielen bislang vergleichsweise glimpflich aus. Im ersten Quartal 2021 ist die Wirtschaftsleistung im Euro-Währungsgebiet um 0,6% gegenüber dem Vorquartal gesunken – weniger stark, als wir befürchtet hatten. Dennoch hat der Euroraum nach einem negativen Schlussquartal 2020 nun auch eine technische Rezession durchlaufen. Zum Vorkrisenniveau von Ende 2019 klafft noch eine Lücke von 5,5%. Unterdessen signalisieren die zuletzt teils spürbar optimistischeren Stimmungsindikatoren Hoffnung auf Besserung in der zweiten Jahreshälfte 2021. In den Vereinigten Staaten trägt derweil das 1,9 Billionen US-Dollar schwere Konjunkturpaket erste Früchte. Den größten Effekt dürfte das Programm jedoch erst im laufenden zweiten Quartal haben und für einen noch wesentlich stärkeren Wachstumsschub sorgen. Denn bislang haben die Haushalte tatsächlich einen großen Teil der Direktzahlungen zur Seite gelegt. Zusammen mit dem Impffortschritt, der das Verbrauchervertrauen zusätzlich stärkt, sind dies gute Voraussetzungen dafür, dass sich der Konsumboom in den nächsten Monaten fortsetzt.

Gleichzeitig nimmt die Inflationsangst unter den Marktteilnehmern wieder zu. Allerdings ist der Anstieg der Preissteigerungsrate von zahlreichen Sonderfaktoren (unter anderem durch Basiseffekte in den Energiepreisen) geprägt. Vor diesem Hintergrund werden die Zentralbanken keine voreilige Trendwende in der Geldpolitik vollziehen. Vielmehr werden sie versuchen, die Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt in den kommenden Monaten niedrig zu halten.

Für die Aktienmärkte könnte die Hauptgefahr darin bestehen, dass die Kurse stärker steigen, als selbst die größten Optimisten derzeit erwarten. Es ist nicht offensichtlich, dass dies bereits geschehen ist, denn es gibt immer noch viele Aktien, die selbst nach herkömmlichen Bewertungsmaßstäben wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis attraktiv erscheinen. Von einer Blasenbildung, wie sie im März 2000 erfolgte, sind wir noch weit entfernt. Damals lag das KGV des Nasdaq-100 bei 165, heute bei „nur“ 35. Aber: Nach dem massiven Kursanstieg seit dem Corona-Kurssturz im März 2020 gibt es viele Aktien, die überbewertet erscheinen, selbst wenn die optimistischen Annahmen eintreffen. Dies gilt vor allem für Small Caps und US-Technologiewerte aus der zweiten Reihe, die nicht profitabel arbeiten, bei denen die Aktionäre aber darauf setzen, dass sich dies eines Tages ändern wird. Anders sieht es bei den großen Technologiewerten aus, die die Markterwartungen im ersten Quartal 2021 überwiegend deutlich übertrafen. Hier wachsen die Gewinne schneller, als die Kurse steigen. Dies wird zur Folge haben, dass, sollte der Markt nicht weiter steigen, die Aktien immer günstiger werden. Zweifelsohne werden Unternehmen aus zyklischen Sektoren in diesem Jahr die höchsten Gewinnsprünge am Markt aufweisen, aber die Gewinner im neuen Börsenzyklus dürften aus anderen Sektoren kommen.

Auch wenn wir dieses Jahr nur noch für den US-Markt Potenzial sehen, steht dem breiten Aktienmarkt mit Blick auf 2022 wenig im Wege, um noch deutlich höher zu steigen. Somit sehen wir den S&P 500 zur Jahresmitte 2022 bei 4.700 Punkten; für den DAX erwarten wir 16.500 Punkte.

Seit der letzten Friedrich-Ausgabe im März dieses Jahres haben wir die Zusammensetzung unseres virtuellen DZ BANK Musterportfolios nahezu unverändert belassen: Per 25 Mai 2021 beträgt die Aktienquote 26,0% (DAX: 13,1%, Nasdaq: 6,9% und Emerging-Markets-Aktien: 6,0%) und der Anteil an Anleihen 38,8% (US-Unternehmensanleihen: 13,4%, europäische Unternehmensanleihen: 14,7% und Euro High Yield: 10,7%), die restlichen 35,2% entfallen auf die Kasse. Im bisherigen Jahresverlauf zeigte das DZ BANK Musterportfolio eine Performance von 1,4%.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 16. Juni 2021

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.

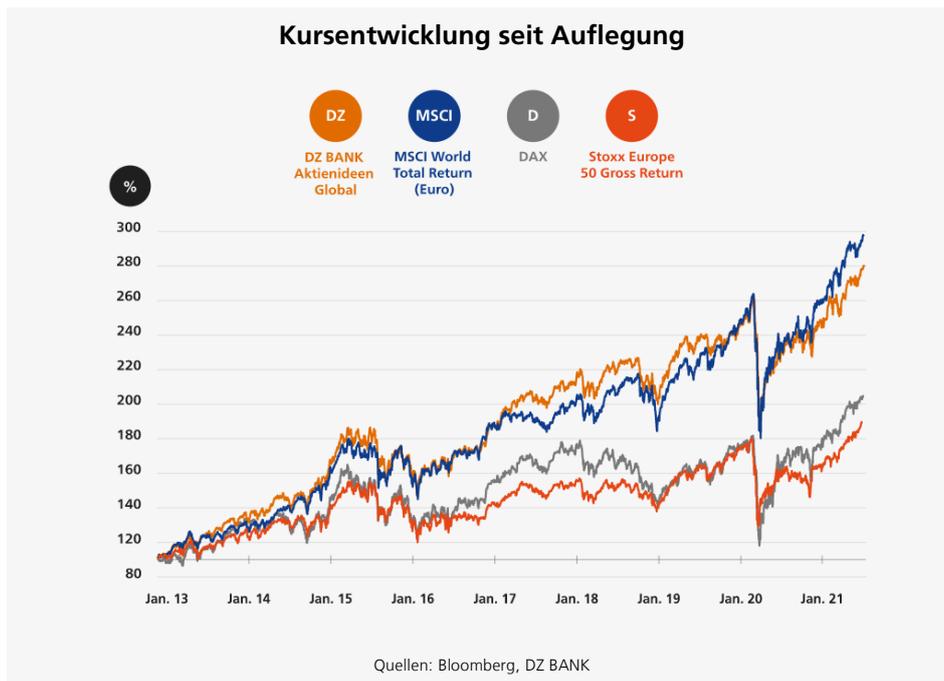
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zum 16. Juni 2021 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

| Unternehmen | Aufnahme | Stück | Kurs Einstand | Kurs aktuell | Performance absolut |
|--------------------|------------|-------|---------------|--------------|--------------------------|
| Allianz | 17.05.2021 | 20 | 217,65 | 218,40 | +0,3% |
| Daimler | 03.03.2021 | 58 | 69,38 | 79,22 | +16,1% (inkl. Dividende) |
| Deutsche Post | 30.12.2020 | 98 | 40,50 | 57,01 | +44,1% (inkl. Dividende) |
| Deutsche Telekom | 30.12.2020 | 267 | 14,955 | 17,872 | +23,5% (inkl. Dividende) |
| Hannover Rück | 30.12.2020 | 30 | 130,30 | 144,80 | +14,6% (inkl. Dividende) |
| KION Group | 14.01.2021 | 54 | 77,66 | 90,22 | +16,7% (inkl. Dividende) |
| Siemens | 14.05.2021 | 30 | 144,48 | 138,60 | -4,1% |
| Amazon.com | 30.12.2020 | 2 | 2.718,50 | 2.790,00 | +2,6% |
| Applied Materials | 05.03.2021 | 45 | 89,43 | 114,14 | +27,8% (inkl. Dividende) |
| AXA | 24.02.2021 | 201 | 20,305 | 22,745 | +19,1% (inkl. Dividende) |
| China Mobile | 22.03.2021 | 733 | 5,75 | 5,07 | -8,6% (inkl. Dividende) |
| Coca-Cola | 17.02.2021 | 99 | 41,83 | 45,63 | +10,8% (inkl. Dividende) |
| Equinor | 23.02.2021 | 263 | 15,40 | 18,68 | +21,9% (inkl. Dividende) |
| Kering | 25.01.2021 | 7 | 533,00 | 749,20 | +41,6% (inkl. Dividende) |
| Holcim | 13.01.2021 | 88 | 47,54 | 51,82 | +12,8% (inkl. Dividende) |
| Microsoft | 30.12.2020 | 21 | 182,86 | 213,50 | +17,3% (inkl. Dividende) |
| Regeneron Pharm. | 30.12.2020 | 10 | 395,05 | 431,95 | +9,3% |
| Rio Tinto PLC | 16.04.2021 | 55 | 70,20 | 70,70 | +0,7% |
| Safran | 05.03.2021 | 34 | 119,10 | 123,14 | +3,8% (inkl. Dividende) |
| Schneider Electric | 28.01.2021 | 33 | 123,80 | 132,68 | +9,3% (inkl. Dividende) |
| Take-Two | 11.02.2021 | 25 | 162,66 | 148,95 | -8,4% |
| Tencent Holdings | 12.04.2021 | 65 | 66,80 | 63,69 | -4,4% (inkl. Dividende) |
| TotalEnergies | 30.12.2020 | 112 | 35,59 | 40,92 | +18,7% (inkl. Dividende) |
| Walmart | 30.12.2020 | 34 | 117,64 | 115,24 | -1,3% (inkl. Dividende) |

Stand: 16. Juni 2021
Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 15. Juni 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 181,9% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (102,2%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (88,8%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (196,3%). Im laufenden Jahr 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertgewinn von 13,2% verbucht und damit schlechter performed als der DAX (14,7%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (16,9%) sowie der MSCI World Total Return (in Euro) mit 15,1%. 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.



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, das heißt insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und gegebenenfalls 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.



Wieso ESG-Investments so wertvoll sind

WUSSTEN SIE SCHON?

Oliver Saake, Leiter DZ BANK Produktmanagement Strukturierte Produkte

Nachhaltigkeit ist auch in der Finanzindustrie kein Nischenthema mehr. Laut einer aktuellen Kantar-Studie bezeichnet knapp jeder zweite Deutsche (44%) die soziale und ökologische Nachhaltigkeit als wichtigen Aspekt einer Geldanlage. Mittlerweile sind hierzulande fast 300 Mrd. Euro in nachhaltigen Investments angelegt.

Das Thema Nachhaltigkeit rückt vor allem seit der Pariser Klimakonferenz im Dezember 2015 in den Fokus einer immer breiteren Öffentlichkeit. Damals einigten sich rund 190 Staaten auf das Ziel, den Anstieg der weltweiten Durchschnittstemperatur auf deutlich unter 2 Grad Celsius gegenüber den vorindustriellen Werten zu begrenzen. Zusammen mit den 17 Sustainable Development Goals (SDG) der UN, globalen Zielen für eine nachhaltige, globale Entwicklung, dient diese Vereinbarung als Sinnbild für die neuen Interessen und Ansichten in einer nachhaltigen Weltordnung.

Heute, nur etwa fünf Jahre später, kommt kaum eine Nachrichtensendung mehr ohne das Thema Nachhaltigkeit aus. Und das ist auch gut so, denn die Konsequenzen einer Erderwärmung auf sämtliche Weltregionen könnten dramatischer nicht sein. Das Eis der Polkappen schmilzt und der Meeresspiegel steigt. In einigen Regionen kommt es häufiger zu extremen Wetterereignissen wie Stürmen oder Überflutungen, während andernorts verstärkt Hitzewellen und Dürreperioden auftreten.

Kapitalströme in nachhaltige Investments lenken

Daher tun die Staaten gut daran, neben Industrie und Konsum auch die Finanzindustrie stärker einzubinden.



Dies wiederum soll Unternehmen mit Nachholbedarf auf diesem Feld dazu animieren, sich nachhaltiger aufzustellen, um nicht vom Kapitalmarkt abgeschnitten zu werden.

Die Umleitung der Kapitalströme soll über verschiedene neue oder geänderte Verordnungen, wie beispielsweise den Offenlegungspflichten bei Wertpapierprodukten oder den Abfragen der nachhaltigen Kundenpräferenz erfolgen. Hier hat die EU-Kommission eine Ergänzung der Finanzmarktrichtlinie MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) auf den Weg gebracht. Diese wird voraussichtlich ab 2022 unter anderem eine neue Frage in der Anlageberatung vorschreiben – die sogenannte Nachhaltigkeitspräferenzabfrage. Mit Verabschiedung der MiFID II Richtlinie muss dann im Beratungsgespräch abgefragt werden, ob nachhaltige Produkte bei der Geldanlage berücksichtigt werden sollen.

ESG – die drei magischen Buchstaben

Im Kontext der nachhaltigen Investments bezieht sich ein nachhaltiges Produkt nicht nur auf das Thema Klimaschutz, sondern ausdrücklich auf drei Schwerpunkte, die mit dem Kürzel ESG zusammengefasst werden. Das E steht dabei für Environment, also die Umwelt. Es umfasst solche Kriterien wie Umweltverschmutzung, CO₂-Emissionen oder Energieeffizienz. Der Buchstabe S wie Social beinhaltet alle Themen rund um fairen Handel, Arbeitssicherheit oder gesellschaftliches Engagement. Oft wird er auch in Verbindung mit der Corporate Social Responsibility (CSR) gebracht und teilweise auch als Synonym für diese gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen verwendet. Der dritte Schwerpunkt ist die sogenannte Governance (G), die nachhaltige Unternehmensführung. Subsumiert werden hier die unternehmensprägenden Werte, die Maßnahmen zur Verhinderung von Korruption und Bestechung oder die Compliance eines Unternehmens.

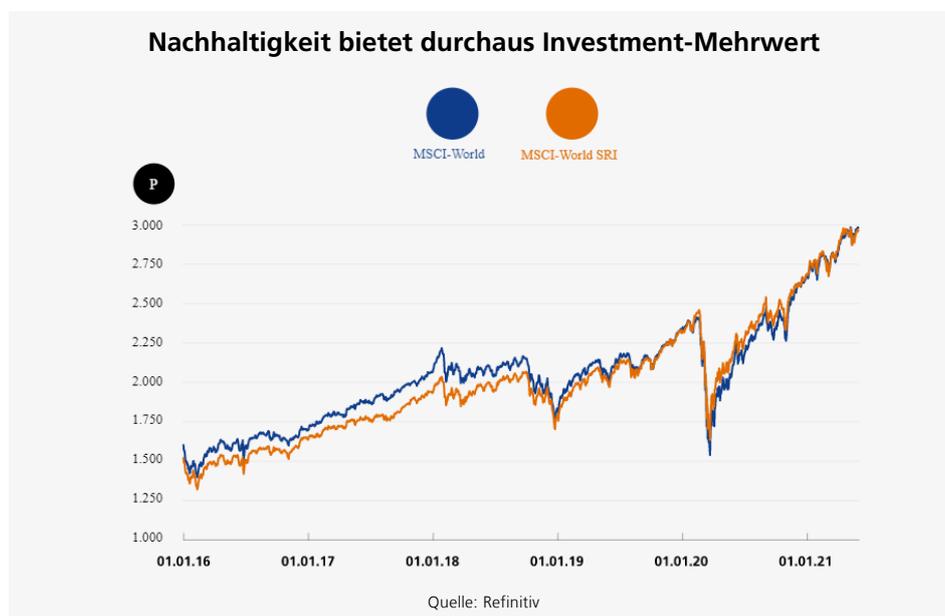
Kriterien nachhaltiger Investments

Grundsätzlich unterscheidet man zwei Arten von nachhaltigen Investments, die oftmals miteinander kombiniert werden. Beim sogenannten negativen Screening geht es darum, Ausschlusskriterien zu definieren, also beispielsweise Investments in Tabak, Alkohol, Pornographie, Kinderarbeit oder Waffen ausklammern. Verstößt ein Unternehmen gegen entsprechende Vorgaben der Investoren, wird es beispielsweise in einer Anlageentscheidung nicht berücksichtigt. So kann es passieren, dass dieses Unternehmen nicht mehr für einen bestimmten Investmentfonds, einen bestimmten Index oder als Basiswert für ein bestimmtes Anlagezertifikat infrage kommt.

Eine ergänzende Herangehensweise besteht in den sogenannten Positivkriterien, die zumeist in Verbindung mit dem Best-in-Class-Prinzip angewandt werden. Hier bestimmen zu erfüllende Kriterien, welche Unternehmen grundsätzlich für ein Investment infrage kommen. Das Best-in-Class-Prinzip dient dabei dazu, Unternehmen auszumachen, die im Branchenvergleich bereits außergewöhnlich nachhaltig handeln und sich in hohem Maße für eine nachhaltige Entwicklung einsetzen.

Gutes Gewissen und gute Rendite sind vereinbar

Der ESG-Ansatz steht schon lange nicht mehr in der Philanthropie-Ecke, sondern gilt mittlerweile als praktisches Gebot für einen langfristigen und nachhaltigen finanziellen Erfolg. Das hängt unter anderem damit zusammen, dass Risikofaktoren minimiert werden. Denn Umweltskandale oder Verstöße gegen Menschenrechte können zu negativer Presse führen und damit zu einer Veränderung des Konsumentenverhaltens. Die Frage nach der höheren Rendite von ESG-Investments ist bereits seit mehreren Jahren Gegenstand zahlreicher Untersuchungen. So kommt zum Beispiel eine Studie des Fondsratinghauses Morningstar aus dem Jahr 2019 zu dem Ergebnis, dass 73% aller ESG-Fonds besser abschneiden als ihre konventionellen Gegenstücke. Die Stiftung Warentest hat Anfang dieses Jahres den herkömmlichen Weltaktienindex MSCI World mit seinem nachhaltigen Pendant MSCI World SRI verglichen. Heraus kam, dass der nachhaltige Index schon seit einigen Jahren besser läuft. Und nicht nur das: Auch seit dem Börsencrash im Februar 2020 hat sich der Nachhaltigkeitsindex besser geschlagen als der klassische Index. Ein Investment nach ESG-Kriterien bringt also nicht nur ein gutes Gewissen mit Blick auf die eigene Anlageentscheidung, sondern kann auch echte Investment-Mehrwerte bieten.





Die Vermögensteuer

Über Sinn und Unsinn eines verworrenen Konstrukts

WAS IST EIGENTLICH?

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

SPD, Grüne und Linkspartei sprechen sich in ihren Wahlprogrammen für die Wiederbelebung der seit 1997 ausgesetzten Vermögensteuer aus. Diskutiert wird zudem eine einmalige Vermögensabgabe. Unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten hat das Vorhaben seine Tücken.

Bei der Vermögensteuer handelt es sich um eine Steuer auf die Nettovermögen von Privatpersonen und Unternehmen. Zum steuerpflichtigen Vermögen zählt dabei im Prinzip alles von hohem oder besonderem Wert, neben dem Finanzvermögen sind das in erster Linie Immobilien, aber auch wertvolle Mobilien wie zum Beispiel Oldtimer oder Yachten sowie Schmuck und Kunstgegenstände. Ein Freibetrag soll verhindern, dass die Vermögensteuer weniger begüterte Haushalte und Vermögenswerte wie deren selbst genutzte Immobilien betrifft.

Kompliziert, aber nicht unmöglich

1995 erklärte das Bundesverfassungsgericht die damals geltende Vermögensteuer für verfassungswidrig, sodass sie seit 1997 ausgesetzt ist. Ausschlaggebend für das Urteil waren die ungleichen Bewertungsmaßstäbe für verschiedene Vermögensarten, die insbesondere Grundvermögen begünstigten. Denn die regelmäßige Bewertung aller Vermögensgegenstände ist zeitraubend, teuer und oft strittig. Nur beim Finanzvermögen kann der Fiskus relativ einfach auf die Auskünfte der Banken und Vermögensverwalter zurückgreifen. Für zahlreiche andere Vermögenswerte wie Immobilien existieren keine stets aktuell gehaltenen Preislisten, an denen sich das Finanzamt orientieren könnte. Die seinerzeitige Lösung mittels der Einheitswerte, die auch zur Berechnung der Grundsteuerlast verwendet werden, wurde vom Verfassungsgericht als Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz gewertet. Die Begründung der Richter: Der Einheitswert war in aller Regel deutlich niedriger als der tatsächliche Wert der Immobilien und bevorteilte Immobilieneigentümer bei der Besteuerung ungerechterweise – beispielsweise gegenüber Aktienbesitzern.



Denn der Spruch des Verfassungsgerichts richtete sich nicht gegen die Vermögensbesteuerung als solche, sondern nur gegen die damalige Erhebungspraxis in Deutschland. Insofern ist eine Wiedereinführung trotz des Richterspruchs aus Karlsruhe keineswegs ausgeschlossen.

Politische Pläne

Das Ziel von SPD, Grünen und Linkspartei ist eine Korrektur der Vermögensverteilung. Die konkretesten und mit Abstand umfassendsten Maßnahmen plant in dieser Hinsicht die Linkspartei. In ihrem Programm startet die Vermögensteuer mit 1%, dann steigt der Steuersatz bis zu einem Nettovermögen von 50 Mio. Euro stetig bis zum Höchstsatz von 5%. Für Privatpersonen soll ein Freibetrag von 1 Mio. Euro gelten, für Betriebsvermögen beträgt er 5 Mio. Euro. Die Altersvorsorge soll verschont bleiben. Aus dieser Steuer erwartet die Linkspartei jährliche Einnahmen von über 50 Mrd. Euro. Zusätzlich soll zur Bewältigung der Lasten aus der Corona-Krise noch eine einmalige, progressive Vermögensabgabe geleistet werden. Diese ist von 10% bis 30% gestaffelt und kann in Raten über 20 Jahre abgezahlt werden. Hierfür liegen die geschätzten Einnahmen bei 310 Mrd. Euro über 20 Jahre.

Die Pläne der Grünen sind ein wenig moderater: Sie sprechen sich für die Einführung einer Vermögensteuer aus, die oberhalb von 2 Mio. Euro pro Person jährlich 1% betragen soll. Begünstigungen sollen für Betriebsvermögen gelten, wobei die grünen Pläne ansonsten recht vage bleiben. Bei der SPD ist die Rede von 1% „für sehr hohe Vermögen“. So will die Partei sicherstellen, dass mit der Vermögensteuer keine Arbeitsplätze gefährdet werden und „die Grundlage von Betrieben“ von ihr verschont bleibt.

Ökonomische und volkswirtschaftliche Risiken

Die Wiedereinführung der Vermögensteuer bringt zwei große Gefahren mit sich. Zum einen könnte die Vermögensteuer notwendige Investitionen verhindern. Zum anderen könnten Vermögenswerte oder Unternehmen in Drittländer ohne entsprechende Abgaben verlagert werden. Der Anreiz dazu steigt mit der Vermögensteuerlast, denn diese tritt zur ohnehin hohen Besteuerung der Einkommen hinzu und erhöht damit die Gesamtbelastung. Darüber hinaus muss sie als Substanzsteuer auch im Falle eines wirtschaftlichen Verlustes gezahlt werden und vermindert den Substanzwert bei Unternehmen in schwierigen Phasen noch weiter. Die Konsequenzen wären ein sinkender Kapitalstock und eine verminderte Wachstumsrate in Deutschland, verbunden mit niedrigerer Beschäftigung und weniger Einkommen in der Volkswirtschaft.

Immer noch ein heikles Thema

Die Vermögensteuer ist gedacht als Instrument zur Korrektur der Vermögensverteilung, die gerade im Zuge der Corona-Krise von vielen als zu einseitig und unfair empfunden wird. Grüne, SPD und Linkspartei sind sich darin einig, dass die Vermögensteuer trotz der juristischen Schwierigkeiten, die damit zwangsläufig verbunden wären, wiedereingeführt werden soll. Insbesondere Haushalte mit sehr hohem Vermögen sollen zur Kasse gebeten werden. Neben juristischen Bedenken bestehen allerdings auch schwerwiegende ökonomische Vorbehalte gegen die Vermögensbesteuerung, denn es droht eine Abwanderung von Betrieben und längerfristig ein erheblicher gesamtwirtschaftlicher Verlust.



THINK-TANK

Sebastian Fellechner, Analyst

Erstmals in der Geschichte der Bundesrepublik haben die Grünen sehr gute Chancen auf einen Wahlsieg. In diesem Fall könnten sie neue und flexiblere fiskalpolitische Linien ziehen – für Berlin, aber auch für Brüssel. Doch welche Konsequenzen hätten entsprechende Maßnahmen?

Die Corona-Krise hat die Weichen der europäischen Fiskalpolitik neu gestellt. Galt bis zum Ausbruch der Pandemie noch grundsätzlich das strenge Prinzip der Austerität – eine straffe Sparpolitik des Staates –, hatte die EU-Kommission die Maastrichter Defizitregeln für die Jahre 2020 und 2021 schnell außer Kraft gesetzt. In diesem Umfeld wurde – vor allem aufgrund der fiskalischen (Notfall-)Maßnahmen der EU-Staaten – auch über eine expansivere Ausgabenpolitik sowohl seitens der EU als auch seitens der Nationalstaaten über die Corona-Krise hinaus nachgedacht. Dem Lager der Befürworter einer expansiveren Gangart steht aber das Lager der EU-Frugalisten gegenüber. Zu den Ländern, die diese Austeritätspolitik nach wie vor vehement verteidigen, gehören die Niederlande, Dänemark, Schweden und auch Österreich. Eine neue Bundesregierung muss sich nach der Wahl positionieren und entscheiden, welchen Weg die deutsche Fiskalpolitik auch auf EU-Ebene künftig einschlägt.

Die fiskalpolitischen Vorstellungen der Grünen

Seit etlichen Jahren hindert die verfassungsrechtliche Schuldenbremse in Deutschland die Politiker in Berlin daran, die deutschen Geldschleusen zu weit zu öffnen. Doch auch in der gesamten EU blickte man kontinuierlich auf Deutschlands Ausgabenpolitik. Der ehemalige Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) und aktuelle Premierminister Italiens, Mario Draghi, wiederholte in seiner Zeit als Notenbankchef mantraartig, Länder mit fiskalischem Spielraum sollen diesen auch nutzen, und die Notenbank beim Kampf gegen Disinflation und niedriges Wirtschaftswachstum unterstützen. Diese Aufrufe blieben seinerzeit jedoch von den Regierungen der Eurozone (EWU) ungehört. In Deutschland selbst gehören die Grünen dagegen zu den Vorreitern, die seit Jahren für eine Flexibilisierung der Schuldenbremse plädieren. In ihrem Wahlprogramm findet sich die klare Forderung nach einer Reform dieser Schulden- und Defizitregelung. Dabei

lautet der Vorschlag, zwar weiter an der strikten Auslegung für Konsumausgaben festzuhalten, im Gegenzug aber eine Kreditaufnahme des Staates für Investitionen zu ermöglichen, die das Wirtschaftswachstum nachhaltig anheben sollen.

Auf EU-Ebene fordern die Grünen eine „eigene Fiskalpolitik Europas“. Diese Idee ist aber keine Erfindung der Grünen. Der Ruf, auch fiskalpolitisch mehr Europa zu wagen, ertönte in den vergangenen Jahren bereits etliche Male. Kritiker fürchten in diesem Zusammenhang immer wieder ökonomische Fehlanreize (Stichwort: Moral Hazard). Eine gemeinsame Fiskalpolitik innerhalb der Eurozone könne dazu führen, dass Staaten mit geringerer Schuldenlast letztendlich finanzielle Bürden tragen, die ihnen andere Länder durch hohe Haushaltsdefizite auferlegt haben. Beim Thema der gemeinsamen Fiskalpolitik tritt dann schnell das Konzept der Eurobonds hervor. Hierbei handelt es sich um eine gemeinsame und gesamtschuldnerische Refinanzierung der Euro-Staaten durch die Emission von Staatsanleihen auf EU-Ebene. Konkret lauten die Forderungen der Grünen aber zunächst: eine Verstetigung des EU-Wiederaufbaufonds mit Integration in den EU-Haushalt sowie eine Reformierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus zu einem europäischen Währungsfonds. Ihr Ziel ist es, dabei wirtschaftlich effiziente Investitionen zu fördern und eine demokratische Kontrolle sicherzustellen. Im weitesten Sinne geht es der Partei dabei auch um die Vervollständigung einer Banken- und Kapitalmarktunion.

Konsequenzen einer Regierungsbeteiligung der Grünen

In Summe nehmen die Grünen mit ihren Forderungen und Vorschlägen höhere staatliche Ausgaben in Kauf. Dies führt zunächst einmal auch zu einer höheren Verschuldung Deutschlands. Allerdings will die Partei aktiv das ausgesprochen günstige Refinanzierungsumfeld nutzen, das die EZB mit ihrer sehr expansiven Geldpolitik zumindest teilweise mitgeschaffen hat. Ökonomisch ist das mittelfristige Ziel, dass die Schuldenlast im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt durch nachhaltiges Wachstum wieder abnimmt – so steht es auch im Wahlprogramm.

Aber auch über die deutschen Grenzen hinweg dürften die Grünen mit der Forderung nach einer neuen Investitionsregel für Europa neue Grundlagen schaffen. Deutschland ist eben nicht nur die Konjunktur-, sondern auch die Fiskal-Lokomotive der EU. Während die entsprechenden neuen Leitlinien aus Berlin vor allem in Südeuropa auf Beifall stoßen sollten, dürften sie bei den Austeritätspolitikern aus Nordeuropa auf Unverständnis treffen. Ähnliches gilt für den Ruf nach einer gemeinsamen Fiskalpolitik in Europa. Für die Grünen in einer Regierung wäre es wichtig, klar zu machen, dass eine gemeinsame Fiskalpolitik nicht nur über Eurobonds bestritten werden kann. Denn für diejenigen EWU-Staaten, in denen es einen politischen Willen zur Reformbereitschaft gibt, dürfte es weiterhin besser geeignete Instrumente geben, um eine wirtschaftliche Homogenisierung sowie Wirtschaftswachstum zu fördern, ohne dabei ökonomische Fehlanreize zu setzen. Die Grünen haben bereits verlautbaren lassen, dass man eine europäische Fiskalpolitik unterstützt, solange dies nicht zu einer bedingungslosen fiskalischen Freiheit der Euro-Staaten führt. Den Grünen sind die Reibungspunkte auf EU-Ebene durchaus bewusst. Die Haftungsrisiken für Deutschland sollen auch bei fiskalischer Kooperation nicht ins Unermessliche steigen, sondern kalkulierbar bleiben.

Letztendlich hängen die konkreten Auswirkungen einer grünen Fiskalpolitik maßgeblich vom Ergebnis der Koalitionsverhandlungen ab. Reicht es nach der Wahl nicht für grün-schwarz oder grün-rot-rot, dürften die Grünen es schwer haben, gegenüber potenziellen Koalitionspartnern wie Union und FDP ihre Maximalforderungen durchzusetzen. In diesem Fall dürfte die Partei sich auf ihren Markenkern, die Umweltpolitik, konzentrieren. Nach der Ära Merkel würde ein neuer Anstrich der deutschen und europäischen Fiskalpolitik dann nur blass erscheinen.

Die Chance auf Mitgestaltung nutzen

Für Deutschland und für Europa lässt sich unabhängig von der Koalitionsentscheidung der Parteien im Herbst feststellen, dass eine aktiv ausgestaltete und investitionsfördernde Fiskalpolitik mehr ökonomische Prosperität nach sich ziehen kann. Europa wächst seit Jahrzehnten immer stärker zusammen. Mehr fiskalische Kooperation trägt ebenfalls zu diesem Prozess bei. Unabhängig davon, ob die Grünen nun die Federführung bei der nächsten Bundesregierung übernehmen oder nicht, sollte ein neues Kabinett Konstruktionsfehler vermeiden, wie sie in der Vergangenheit durch die politischen Vorgänger gemacht wurden. Vielmehr sollte die Chance zu gestalten und nicht zu blockieren genutzt werden, bevor die EZB ihre ultraexpansive Geldpolitik womöglich beendet und die Währungsunion endgültig am Scheideweg steht.

Frei, geheim und kompliziert?

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, wenn das nicht wegen Corona geschlossen ist, 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.

Heute war der Corona-Block in den Fernsehnachrichten erfreulich kurz. Aufgefallen ist Diogenes aber etwas anderes: Außer dem Nachrichtensprecher, Recep Tayyip Erdogan und Winfried Kretschmann war kein einziger Mann mit Krawatte zu sehen. Staatschefs und Minister, Wirtschaftsbosse und Verbandsvertreter, Epidemiologen und Ökonomen – die Sportler und der Wettermann sowieso – versprechen sich vom Schlips offensichtlich keinen gesteigerten Respekt mehr.

Seit Joschka Fischers Turnschuh-Vereidigung 1985 als erster grüner Landesminister hat sich nicht nur die Kleiderordnung gelockert, sondern auch die Rechts-Links-Ordnung in der Politik. Früher wusste man, was man anzuziehen hat und wo man politisch hingehört. Heute muss man selbst entscheiden: Was ziehe ich heute an? Wen wähle ich heute?

Die Kleiderfrage findet Diogenes sehr schwierig. In seinem ersten Leben hatte er nur zwischen der dicken Winterkutte und der dünnen Sommerkutte zu wählen. Heute dagegen muss er mit bedenken, wie er von anderen gesehen werden möchte. Kleider machen immer noch Leute, und die Interpretation des Dresscodes kann sehr trickreich sein. Anders bei der Wahlentscheidung: Die kennt ja außer mir keiner – die Wahl ist geheim. Eine gute Voraussetzung dafür, dass wirklich nach objektiven Kriterien entschieden wird, oder?

Wähler, die eindeutige Forderungen an ihre Politiker haben, werden sich nicht so schwertun. Frau X findet, Fleischesser und Tierquäler sind das Menschheitsproblem Nummer eins, sie wählt die Partei der Gleichgesinnten. Herr Y ist absolut gegen Steuererhöhungen für Wohlhabende. Er wählt eine Partei, die das verspricht, selbst wenn er ahnt, dass sie es nicht umsetzen wird. Wer ein allgemeines Tempolimit auf Autobahnen als Ende der bürgerlichen Freiheit sieht oder wer weniger Ausländer in Deutschland haben will, dürfte auch kaum Schwierigkeiten haben. Ganz einfach ist es diesmal, wenn man unbedingt wieder eine Frau als Kanzlerin haben will.

Wer nicht so festgefügte Erwartungen an die Politik hat, hat es schwerer. Manche meinen, die Parteien, jedenfalls die mit einer Chance auf eine Regierungsbeteiligung, unterschieden sich gar nicht mehr sehr. Und spätestens, wenn sie eine Koalition bilden und an die Macht kommen, würden sie sowieso nichts anders machen als die anderen. Diogenes findet es aber gar nicht schlimm, dass die regierungsfähigen Parteien sich in vielem nur graduell unterscheiden. Denn darin liegt doch gerade der viel gerühmte „Grundkonsens“, dem Nachkriegsdeutschland seine Stabilität verdankt.

Also wie entscheiden? Nach persönlicher Sympathie für Personen? Es wäre Unsinn zu leugnen, dass Menschen sehr schnell Zuneigung oder Abneigung gegenüber anderen entwickeln, selbst wenn sie sehr wenig über sie wissen. Das ist kein Fehler. Dann gibt es die „Kompetenzvermutung“ der Parteien. Die lässt sich durch gute Öffentlichkeitsarbeit zwar grundsätzlich beeinflussen, aber in unserem föderalen System können sich Parteien auf Kommunal- oder Landesebene vielfach bewähren oder eben blamieren.

Und schließlich gibt es das weite Feld der schwer greifbaren Grundwerte: Visionen oder gar Utopien, die man mehr oder weniger vage bestimmten Parteien zuordnen kann. Diogenes glaubt schon, dass es auf lange Sicht Ideen und Visionen sind, die die Geschichte vorantreiben – allerdings nicht immer zum Guten. Dabei scheint es ihm, als ob diejenigen Visionen, die sich als gut und fruchtbar erwiesen haben – wie Ludwig Erhards „Wohlstand für alle“, Willy Brandts „Mehr Demokratie wagen“ und auch die deutsche Einheit –, eher solche sind, die auch Thema von Wahlen waren und dabei Mehrheiten gewonnen haben.

Diogenes liebt Gedankenexperimente und stellt sich einmal eine Volksabstimmung über zwei konkurrierende Visionen vor. Vision A: Die Menschen sollten baldmöglichst den Mond oder den Mars besiedeln. Das ist zwar teuer, aber technologisch spannend, und es kurbelt die Wirtschaft an. Vision B: Wir tun alles dafür, dass Menschen auch in hundert oder tausend Jahren auf der Erde noch gut leben können. Das ist auch teuer, und die Wirtschaft fürchtet sich eher davor.

Diogenes wüsste, wie er abstimmt. Er hat nicht die geringste Lust, auf seine alten Tage noch den Planeten wechseln zu müssen. Und übrigens, einen Schlips hat er zuletzt bei einer Beerdigung getragen. Aber schließen Sie daraus bitte nicht, welche Partei er wählt. Beim Nachrichtensprecher tun Sie das ja auch nicht.



Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2021
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 16. Juni 2021

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 Gesamtmarkt-entwicklung.

„**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 Gesamtmarkt-entwicklung.

„**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.