

DZ BANK  
Die Initiativbank

**Friedrich**  
Research. Trends. Analysen.

**#4/2020**  
Dezember 2020

# Frischer Wind oder laues Lüftchen?

Wie weit die neue Regierung die US-Wirtschaftspolitik reformieren kann

# Inhalt

AUSGABE #4 / 2020



## IM FOKUS

### Frischer Wind oder laues Lüftchen?

Wie weit die neue Regierung die US-Wirtschaftspolitik reformieren kann

**Seite 5**

---



## MARKTPERSPEKTIVE

### Beflügelt

An den Aktienmärkten steigt die Zuversicht

**Seite 9**

---



## ANLAGESTRATEGIE

### Neue alte Freiheit

Gute Aussichten für das Wirtschaftsjahr 2021

**Seite 12**

---



## RESEARCH-SPEZIALTHEMA

### Steigende Staatsverschuldung

Warum die Zinsen wohl trotzdem nicht ansteigen werden

**Seite 16**

---



## MISCHPULT

### Musterportfolio

**Seite 20**

---



**WUSSTEN SIE SCHON?**

**Mit großen Schritten**

... wie die Impfstoffentwicklung vorankommt

**Seite 26**

---



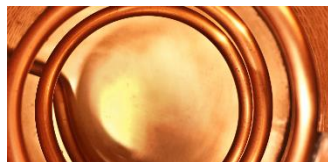
**WAS IST EIGENTLICH**

**Divided Government?**

Gespaltenes Land – gespaltene Regierung

**Seite 30**

---



**THINK-TANK**

**Glänzende Aussichten**

Warum Industriemetalle von der  
Rezession verschont bleiben

**Seite 34**

---



**GLOSSE**

**Diogenes –  
ein lupenreiner Demokrat**

**Seite 38**

---

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

**Seite 40**

---

# Es scheint Licht am Ende des Corona-Tunnels

## EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

ein schwieriges Jahr 2020 neigt sich dem Ende zu. Immerhin haben die guten Aussichten auf einen wirksamen Impfstoff gegen das Corona-Virus in den letzten Wochen die Hoffnung auf eine Normalisierung des Alltags wachsen lassen – auch an den Finanzmärkten. Es ist in diesem Zusammenhang viel die Rede vom sprichwörtlichen Licht am Ende des Tunnels. Doch auch wenn wir aktuell „Mit großen Schritten“ darauf zusteuern: Welche Strecke noch im Pandemie-Dunkel zurückzulegen ist, das kann niemand genau sagen. Bestimmt wird dies unter anderem von der Anzahl der Impfwilligen und dem Erfolg von Massenimpfungen sowie von den Fortschritten bei der Impfstoff-Produktion und der Wirksamkeit der Impfsereien.

Mit Blick auf 2021 gibt es also Grund für Optimismus, wenn auch erhebliche Unsicherheiten fortbestehen. In unseren Prognosen gehen wir davon aus, dass sich die Pandemie-Situation ab dem Frühjahr 2021 zu entspannen beginnt und ab dem Sommer eine schrittweise Normalisierung des gesellschaftlichen Lebens einsetzt. Damit sollte die wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2021 an Schwung gewinnen. Wenn die Krise endlich als überwunden gelten kann, lässt sich auch bei den Konsumausgaben vieles nachholen, was lange aufgeschoben werden musste. Auch für viele Unternehmen entspannt sich die Lage daher im kommenden Jahr. Wieder steigende Gewinne dürften sich positiv auf die Aktienmärkte niederschlagen, sogar neue Rekordmarken bei wichtigen Indizes scheinen möglich. An der Ausrichtung der Geldpolitik dürfte sich trotz der verbesserten Wirtschaftslage im kommenden Jahr nichts Grundlegendes ändern. Die Notenbankzinsen bleiben extrem niedrig, die Ankaufprogramme werden fortgesetzt. Auch am Jahresende 2021 dürften die Bund-Renditen noch negativ sein.

Soweit unser Finanzmarktausblick auf das Jahr 2021 in Kurzfassung. Wir möchten Ihnen im neuen Friedrich aber auch unsere aktuelle Einschätzung zur Lage in den USA vermitteln. Im Fokus steht dabei, was sich durch den neuen Präsidenten Joe Biden ändern kann. Wie stehen seine Chancen, wirtschaftspolitische und weitere wichtige Themen aus dem Wahlkampf durchzusetzen? Daneben bleibt ein Aufregerthema der letzten Jahre aktuell: Wie geht es weiter mit dem Brexit? Dazu haben wir in dieser Ausgabe mit Sonja Marten, Leiterin des Devisenresearch der DZ BANK, gesprochen. Und schließlich betrachten wir den Megatrend der Digitalisierung aus einem spannenden Blickwinkel: Im „Think-Tank“ untersuchen wir, welche Rolle die an den Börsen haussierenden Industriemetalle hier in den kommenden Jahren spielen können.

Mit den besten Wünschen für das Jahr 2021,

Ihr Stefan Bielmeier  
Chefvolkswirt



### IM FOKUS

Alexander Buhrow, Economist

**Am 20. Januar 2021 übernimmt Joe Biden das Amt des US-Präsidenten. Sein Reformwille ist groß, gleichzeitig sind die USA politisch tief gespalten. Worauf müssen sich Bürger, Unternehmen und Handelspartner einstellen?**

Die US-Präsidentschaftswahl glich einem Krimi, das Wahlergebnis fiel knapper aus als erwartet. Mittlerweile steht aber nahezu sicher fest, dass Joe Biden am 20. Januar zum 46. Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt wird, nachdem er wichtige Swing States wie Wisconsin, Michigan und Pennsylvania für sich gewinnen konnte. Donald Trump spricht zwar weiterhin von Wahlbetrug und hat seine Niederlage noch nicht eingestanden, doch das Endergebnis dürfte sich nicht mehr entscheidend ändern.

### Durchregieren wird kaum möglich sein

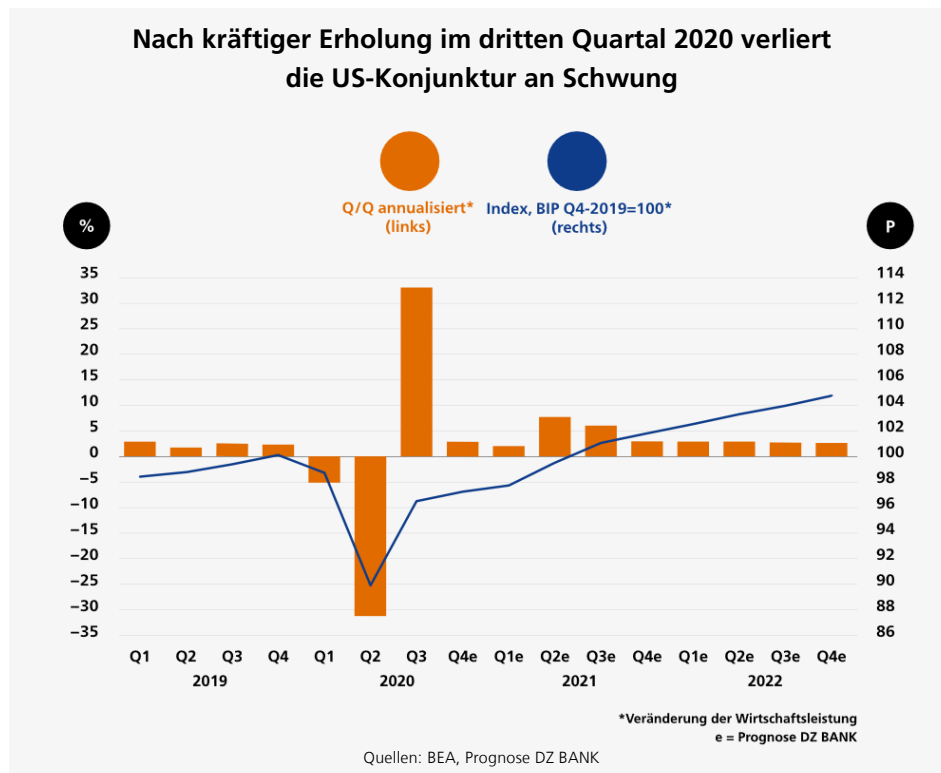
Allerdings ist eine blaue Welle ausgeblieben: Während die Demokraten das Repräsentantenhaus verteidigen konnten, bleibt der Senat wohl in der Hand der Republikaner. Endgültig entscheiden wird sich das erst in den zwei Stichwahlen zur Senatswahl in Georgia Anfang Januar. Es sieht aber danach aus, dass der Kongress gespalten sein wird (siehe hierzu auch „[Was ist eigentlich?](#)“). Schließlich sind die demokratischen Bewerber jeweils die Herausforderer und zumindest der Republikaner David Perdue verpasste seine Wiederwahl im November mit 49,7% der Stimmen nur haarscharf. Kompromisse zwischen den beiden Kammern der Legislative zu finden, wird alles andere als einfach werden. Dadurch wird es für Biden schwierig, große Wahlversprechen umzusetzen.

Das bedeutet auf der einen Seite, dass die Staatsausgaben in den nächsten Jahren nicht so stark steigen dürften, wie Biden es in Aussicht gestellt hat: Mit enormen Summen will er die Infrastruktur wieder fit machen, Bildungseinrichtungen stärken sowie eine erschwingliche und für alle zugängliche Gesundheitsversorgung sicherstellen. Damit zielt Biden vor allem auf eine höhere Chancengleichheit in der Gesellschaft ab. Bei diesen Plänen wird er aber wohl Abstriche machen müssen, um den Senat zu überzeugen. Einfacher dürften Programme durchzusetzen sein, von denen die Wirtschaft direkt profitieren kann, wie zum Beispiel eine Forschungsförderung oder der verstärkte Kauf von US-Produkten durch die öffentliche Hand.

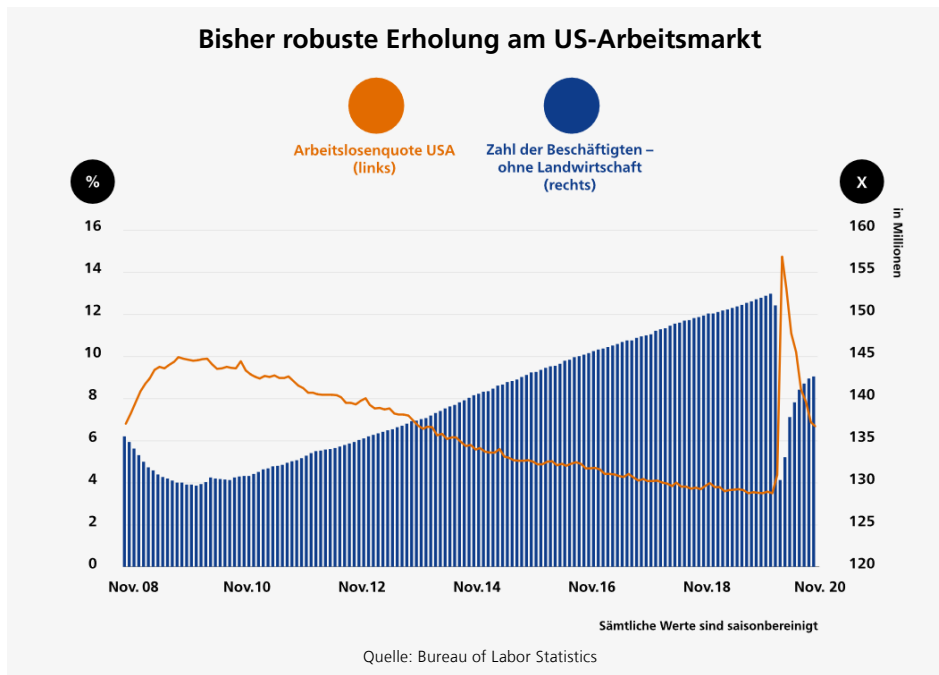
Auf der anderen Seite dürften aber auch die von Biden geforderten Steuererhöhungen für Unternehmen und Besserverdiener deutlich milder ausfallen als im Wahlkampf angekündigt. Zum Beispiel sieht die Agenda vor, die Körperschaftsteuer von aktuell 21% auf 28% anzuheben und damit die von der Regierung Trump vorgenommene Steuerreform teilweise umzukehren. Dabei handelt es sich vor allem um Forderungen des linken Flügels der Demokraten, die bei den Republikanern auf Widerstand stoßen dürften. Von Maßnahmen, die der Wirtschaft ernsthaft schaden würden, dürfte Biden aber ohnehin abrücken. Denn die konjunkturelle Erholung will er sicherlich nicht gefährden.

### Schwächere Wirtschaft verlangt nach neuem Konjunkturpaket

Im dritten Quartal ist die US-Wirtschaft noch überaus kräftig gewachsen. Zwischen Juli und September legte das Bruttoinlandsprodukt mit einer annualisierten Rate von mehr als 33% gegenüber dem Vorquartal zu. Trotzdem bewegt sich die Wirtschaftsleistung weiterhin etwa 3,5% unter ihrem Vorkrisenniveau und wird frühestens zur Jahresmitte 2021 den coronabedingten Rückschlag in etwa wieder aufgeholt haben.



Schließlich dürfte das Wirtschaftswachstum im laufenden Schlussquartal 2020 insgesamt stark abbremsen: Die positiven Effekte des großen Konjunkturpakets vom Frühjahr laufen aus, gleichzeitig erreichten die Corona-Neuinfektionen zuletzt neue Höchststände. Die Verbraucher hat das bereits wieder verunsichert. Lokal drohen neue Lockdown-Maßnahmen, insbesondere für Dienstleistungsbetriebe aus den Bereichen Gastronomie und Beherbergung. Die Auswirkungen solcher Restriktionen werden wohl vor allem am Arbeitsmarkt schnell zu spüren sein, weil gerade im Service-Sektor zuletzt viele Jobs geschaffen wurden. Der bisher robuste Erholungsprozess am Arbeitsmarkt dürfte sich in den Wintermonaten deutlich verlangsamten, was wiederum den privaten Konsum bremst. Weiterhin gibt es aktuell fast 5 Millionen mehr Arbeitslose als vor der Krise. Weil zusätzliche Arbeitslosenhilfen reduziert und nur befristet verlängert wurden, geraten die betroffenen Haushalte zunehmend unter finanziellen Druck.

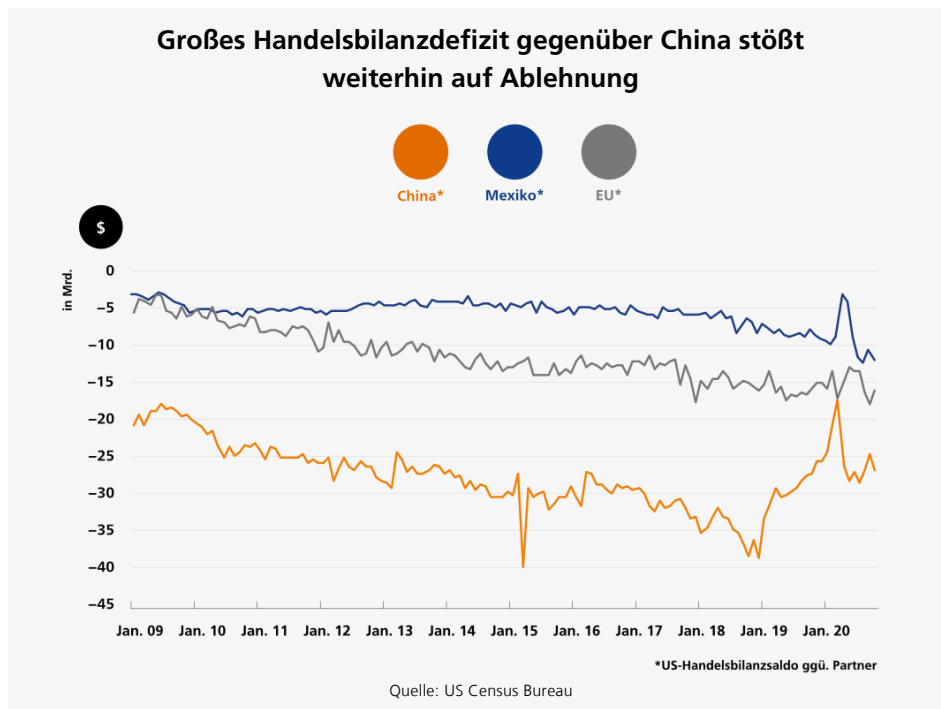


Um die Wirtschaft in dieser schwierigen Phase zu stützen, sind weitere Hilfen für die Wirtschaft erforderlich. Aktuell wird zwar über ein neues Konjunkturpaket verhandelt, und die Chance, dass ein Kompromiss bis Weihnachten erreicht wird, ist wohl gut. Allerdings wird es sich bei dem bis zu 908 Mrd. US-Dollar schweren Paket zu einem großen Teil nur um die Verlängerung von bestehenden Kredit- und Arbeitsmarktprogrammen handeln. Hinzu kommen möglicherweise Hilfen für öffentliche Einrichtungen. Zweifelsfrei wird mit diesen dringend benötigten Geldern ein größerer Schaden für die US-Wirtschaft im Winter abgewendet. Einen spürbaren Impuls werden sie aber kaum erzeugen können. Anzunehmen ist daher, dass die Demokraten Anfang nächsten Jahres einen weiteren Anlauf für ein Konjunkturpaket unternehmen werden. Es sollte vor allem frische Konsumanreize beinhalten. So wurde schon vor der Präsidentschaftswahl über eine neue Runde von Direktzahlungen an die Haushalte verhandelt. Die Republikaner im Kongress werden solche Fiskalmaßnahmen nicht verhindern – schon aus Eigeninteresse mit Blick auf die in zwei Jahren anstehenden Midterm Elections, bei denen zahlreiche Kongressabgeordnete zur Wiederwahl antreten. Den Umfang eines weiteren Konjunkturpakets werden sie aber sicherlich drücken.

### Ton gegenüber Peking bleibt scharf

Joe Biden gilt traditionell als Befürworter einer liberalen Freihandelspolitik, unterstützte er doch zum Beispiel in der Obama-Ära als Vizepräsident die Transpazifische Partnerschaft (TPP). Von dieser Haltung ist er im Wahlkampf sichtlich abgerückt. Kein Wunder: Der Vorwurf, die hohen Exportüberschüsse Chinas gingen zulasten von heimischen Arbeitsplätzen im verarbeitenden Gewerbe, trifft in großen Teilen der Bevölkerung auf Zustimmung. Besonders in den industriellen Zentren im Nordosten der USA wollten die Demokraten mit kritischen Tönen gegenüber dem globalen Handel offensichtlich Wähler zurückgewinnen. Bei diesem Thema lagen die beiden Präsidentschaftskandidaten jedenfalls längst nicht so weit auseinander wie etwa in der Klima- oder Steuerpolitik.

Besonders gegenüber China setzt auch Biden auf Härte. Er kritisiert die Handelspraktiken als unfair und spricht von Währungsmanipulation, Dumping und wettbewerbsfeindlichen Staatssubventionen. China sei damit Schuld an globalen Überkapazitäten in verschiedenen Industriebereichen, worunter das verarbeitende Gewerbe in den USA leide. Dagegen will Biden vorgehen. Zwar muss China wohl keine neuen Strafzölle fürchten, politischen Druck auf Chinas Führung wird es aber auch unter Biden geben. Zudem hat er nicht angekündigt, bestehende Handelszölle unmittelbar nach Amtsantritt zurückzufahren. Insofern bleibt die US-Zollpolitik ein Druckmittel.



### Andere Handelspartner hoffen auf mehr Dialog

Gegenüber anderen Ländern dürfte sich der Ton unterdessen schnell ändern. Trumps Handelspolitik hat viele Partner verärgert, hielt er sich doch mit Worten – und zum Teil mit Taten – auch gegenüber westlichen Partnern nicht zurück. In dem seit Jahren andauernden Streit um Subventionen in der zivilen Luftfahrt haben die EU und die USA mittlerweile gegenseitig Strafzölle auf diverse Produkte verhängt. Zudem bestehen vonseiten der USA noch Strafzölle auf Stahl- und Aluminiumimporte aus mehreren Ländern, darunter die EU und Japan. Es ist zu erwarten, dass Biden nach der Amtsübernahme auf seine westlichen Partner zugeht, über die Rücknahme von Strafzöllen dürfte verhandelt werden. Die Beziehungen zu anderen Ländern will Biden als Teil seiner Außenpolitik wiederbeleben. Schließlich ist er davon überzeugt, dass der politische Druck auf China erst dann groß genug wird, wenn die USA und ihre westlichen Handelspartner an einem Strang ziehen.

Was den Abschluss neuer Handelsabkommen betrifft, hat Biden die Erwartungen der Handelspartner dagegen bereits gedämpft. Seinen Wählern hat er versprochen, keine neuen Freihandelsabkommen zu schließen, bevor die US-Wirtschaft nicht mit erheblichen Investitionen – etwa in Bildung oder Forschung – dafür bereit gemacht wurde. In Sachen Handelspolitik steht Biden insgesamt also zwar für mehr Dialog, nicht aber für eine vollständige Umkehr des von Trump eingeschlagenen Kurses. Er dürfte die USA nur behutsam wieder in Richtung engerer Handelsbeziehungen führen. Seine Prioritäten liegen vorerst aber klar auf der Stärkung der heimischen Wirtschaft.

### Wirtschaftspolitik wird lediglich moderat reformiert

Joe Biden hat im Wahlkampf angekündigt, dass sich nach seinem Wahlsieg in der Wirtschaftspolitik der USA viel ändern wird. Mittels deutlich höherer Staatsausgaben und höherer Steuern für Unternehmen und wohlhabende Privatpersonen will er für mehr soziale Gerechtigkeit sorgen. Er wird aber starke Kompromisse eingehen müssen, sofern den Demokraten bei den Stichwahlen zur Senatswahl in Georgia nicht überraschend noch ein doppelter Sieg gelingt. Wie so häufig in der Politik werden Wahlkampfversprechen nicht eins zu eins in die Tat umgesetzt. Davon ist auch unter Biden auszugehen, größere Reformen wird es zumindest in den nächsten zwei Jahren wohl kaum geben. Besser stehen dafür kurzfristig die Chancen für weitere Konjunkturhilfen, die im Interesse aller liegen dürften. Vorausgesetzt diese werden bald umgesetzt und „harte“ Lockdown-Maßnahmen wie im Frühjahr können vermieden werden, dürfte die US-Wirtschaft nach dem tiefen Sturz von 2020 im kommenden Jahr um kräftige 4,6% wachsen.





# Beflügelt

An den Aktienmärkten steigt die Zuversicht

## MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

**Die Konjunktur leidet aktuell unter der zweiten Corona-Welle, die Aktienmärkte spiegeln die Hoffnung auf Besserung – nicht zuletzt dank der Aussicht auf wirksame Impfstoffe und die expansive Geld- und Fiskalpolitik der Notenbanken. Was überwiegt?**

Das Corona-Virus bestimmt aktuell wieder viele Aspekte unseres Alltags. So ist das öffentliche Leben aufgrund der deutlich gestiegenen Zahl von Corona-Neuinfektionen in großen Teilen Europas seit Oktober wieder stark eingeschränkt. Hierzulande ist seit dem 2. November ein gerade bis in den Januar hinein verlängerter Teil-Lockdown in Kraft, in vielen anderen Ländern gibt es ähnliche Maßnahmen. Nach der kurzen Phase der Erholung im Sommer belasteten diese Einschränkungen die Aktienmärkte anfangs wieder stärker.

### **Aktien profitieren von guten Aussichten**

Auf die Wahl Joe Bidens zum neuen US-Präsidenten reagierten die Börsen hingegen weitgehend gelassen und verbuchten Kursgewinne. So konnten die Demokraten zwar auch im Repräsentantenhaus ihre Mehrheit verteidigen, die Verhältnisse im Senat werden dagegen erst am 5. Januar geklärt, wenn es zur Stichwahl um zwei Senatorenposten kommt. Sollten beide Sitze den Demokraten zugeschrieben werden, entstünde eine Pattsituation. Dann fiele der Vizepräsidentin Kamala Harris die entscheidende Stimme zu und Joe Biden könnte „durchregieren“. Anderenfalls käme es zum sogenannten „Split Government“ (siehe auch „Was ist eigentlich?“). Die bis dahin bestehende Unsicherheit könnte zu temporären Kursverlusten an den Aktienmärkten führen.



Der bestimmende Faktor ist und bleibt aber der Verlauf der Pandemie. Und in diesem Zusammenhang besteht zur Abwechslung einmal Anlass für Optimismus. So kann möglicherweise noch im Dezember mit Impfungen gegen Covid-19 in Deutschland begonnen werden. In Großbritannien fiel der Startschuss bereits in der zweiten Dezemberwoche. Damit sollte Corona im Jahresverlauf 2021 abklingen und die staatlichen Einschränkungen sukzessive schwinden.

Für die Aktienmärkte ist der Einsatz von Vakzinen eine gute Nachricht, wenn nicht sogar ein Game-Changer: Dies zeigte sich bereits, als Pfizer am 9. November positive Daten zur Wirksamkeit seines in Zusammenarbeit mit BioNTech entwickelten Impfstoffs gegen das Virus veröffentlichte (siehe auch „[Wussten Sie schon?](#)“). Insbesondere Titel aus den Sektoren Energie, Banken, Transportwesen und Immobilien legten zu, also genau solche, die zuvor erheblich verloren hatten. Somit dürften die Aktienmärkte in Erwartung wieder steigender Unternehmensgewinne sowie einer anhaltend expansiven Fiskalpolitik Kursgewinne auf sich vereinen können.

Da das im Frühjahr 2020 beschlossene Fiskalpaket mit Stützungsmaßnahmen für die Verbraucher Ende dieses Jahres ausläuft, wird die neue US-Regierung aller Voraussicht nach ein weiteres Corona-Hilfsprogramm auf die Beine stellen. Begleitet werden die für 2021 zu erwartenden Konjunkturhilfen anfangs von einer wohl noch expansiveren US-Geldpolitik: Die US-Notenbank dürfte ihr Anleiheankaufprogramm ausweiten (siehe auch „[Research-Spezialthema](#)“). Und auch der DAX sollte von diesen Umständen profitieren: Bis Ende Juni 2021 könnte der deutsche Leitindex bei 13.500 Punkten stehen.

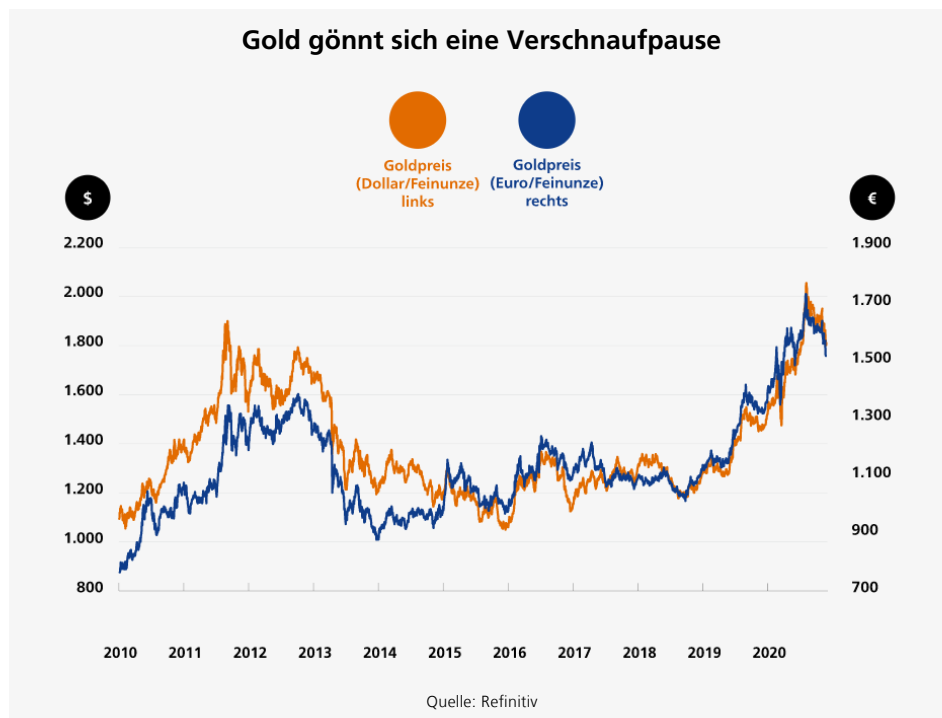
### DZ BANK Index-Prognosen

	Index	30.06.2021	31.12.2021
Europa	Euro Stoxx 50	3.500	3.600
Deutschland	DAX	13.500	14.000
USA	S&P 500	3.600	3.800

Quelle: DZ BANK

## Goldkurs dürfte steigen

Der Goldpreis hat im Herbst eine Korrektur vollzogen. Nachdem er im August 2020 im Hoch noch bei 2.076 Dollar je Feinunze gehandelt wurde, fiel er im November bis auf rund 1.800 US-Dollar. Das hat vor allem zwei Gründe. Zum einen stieg die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren im Herbst zeitweise auf fast 1%, nachdem sie im August im Tief bei rund 0,53% notierte. Zum anderen verbessern sich aktuell die allgemeinen Konjunkturaussichten, weil mehrere Covid-19-Impfstoffe in Aussicht sind.



Ungeachtet dessen sollte diese Korrektur unseres Erachtens bald mit Kursgewinnen abgeschlossen werden. Denn die Geldpolitik bleibt weltweit expansiv ausgerichtet. Gleichzeitig wird die Verschuldung vieler Staaten 2021 weiter anwachsen, weil die Regierungen ihrer Konjunktur mit fiskalischen Mitteln unter die Arme greifen werden. Die weiter steigenden Defizite in den nationalen Haushalten und die üppige Liquiditätsflut könnten unter den Marktteilnehmern Inflationsängste schüren. In einem derartigen Umfeld dürfte insbesondere das Investoreninteresse nach Gold noch hoch bleiben. Auch die Schmucknachfrage könnte im Zuge der 2021 zurückgenommenen Einschränkungen des öffentlichen Lebens ein Comeback erleben. Auf Sicht von sechs Monaten dürfte der Goldpreis in Richtung der Marke von 2.050 US-Dollar steigen, ehe er dann wieder auf 1.900 US-Dollar nachgibt. Der Grund ist die dann wohl stärker einsetzende Konjunkturerholung.

### DZ BANK Gold-Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	2.050	1.900
Goldpreis in Euro je Feinunze	1.783	1.652

Quelle: DZ BANK



# Neue alte Freiheit

Gute Aussichten für das Wirtschaftsjahr 2021

## ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

**2021 befreit sich die Welt allmählich aus den Fesseln der Pandemie. Neben angekündigten Corona-Impfstoffen beflügelt auch die Wahl des neuen US-Präsidenten Joe Biden die Märkte. Wird die Wirtschaft sich also erholen?**

Das Jahr 2020 war ein Jahr für die Geschichtsbücher. Die Weltwirtschaft ist gegenüber dem Vorjahr um 4,2% eingebrochen. Nach dem großen Schock kommt 2021 aber die Erholung. Unsere Volkswirte rechnen mit einem kräftigen Wachstum von 5%, das vor allem in der zweiten Jahreshälfte durch einen weltweiten Post-Corona-Boom getrieben wird. Optimistisch stimmen vor allem die Aussichten auf bald verfügbare Impfstoffe gegen Covid-19. Doch auch alte Konflikte bestehen weiter. So ist der Brexit nach wie vor nicht geregelt und auch die Streitigkeiten zwischen den Vereinigten Staaten und China halten an: Joe Biden zeigt sich gegenüber der Volksrepublik als Hardliner, „Buy American“ war eine klare Positionierung in seinem Wahlkampf.

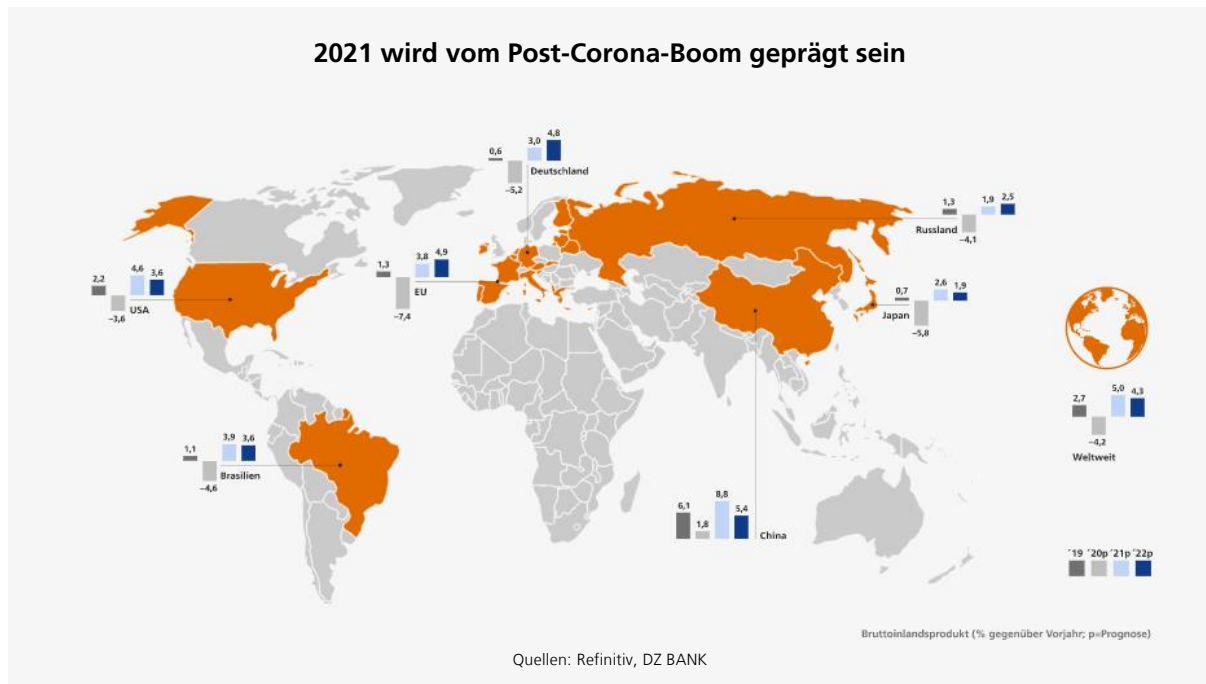
### Wirtschaft wächst dies- und jenseits des Atlantiks

Für die USA sagen unsere Volkswirte für 2021 ein BIP-Plus von 4,6% voraus – nach einem Minus von 3,6% im laufenden Jahr. Nach dem Amtsantritt am 20. Januar wird die neue Regierung vermutlich schnell ein Fiskalprogramm auflegen. Aufgrund der republikanischen Senatsmehrheit dürfte dieses jedoch mit maximal einer Billion US-Dollar kleiner als geplant ausfallen. Das Bestreben der Vereinigten Staaten, unter ihrem neuen Präsidenten wieder stärker auf Multilateralismus zu setzen, wird sich im Verhältnis zu China nicht widerspiegeln. Im Pandemie-Sommer betrug das Handelsbilanzdefizit der Amerikaner gegenüber China mehr als 26 Mrd. US-Dollar. Das sind zwar bereits 8 Mrd. US-Dollar weniger als Anfang 2019, aber auch die neue US-Administration wird es weiter senken wollen. Wir gehen davon aus, dass der Konflikt zwischen den USA und China unter Joe Biden weitergehen wird. Das Reich der Mitte ist der stärkste Wettbewerber der USA. Nicht zuletzt deshalb hat Biden keine eilige Rückführung der noch bestehenden Strafzölle gegen China versprochen.

Für den Euroraum erwarten die DZ BANK Volkswirte ein Wirtschaftswachstum von 3,8%. Spanien könnte dabei mit einem Zuwachs von 5,3% das größte Plus aufweisen – allerdings nach einem Minus von 12,3% im laufenden Jahr. Der bislang unregelmäßige Brexit, bei dem es vor allem um eine Einigung beim Binnenmarktgesetz geht, bleibt weiter spannend: Von einem Freihandelsabkommen bis zu einem No-Deal ist weiterhin alles möglich – eine Bürde, die der EU in unruhigen Zeiten nicht gut tut.

## Deutschland 2021: Auf Rezession folgt Erholung

Aufgrund des erneuten Lockdowns erwarten wir für das erste Quartal eine Rezession und eine BIP-Veränderung von minus 3,3% gegenüber dem Vorjahr. Diese Schwäche zu Jahresbeginn wirkt sich auch auf die Wachstumsrate für das Gesamtjahr aus, die unsere Volkswirte nun bei 3% sehen – 1,6 Prozentpunkte weniger als zuvor prognostiziert. Wird der Corona-Impfstoff im Jahresverlauf flächendeckend verteilt, sollte dies zu einem Boom bei den Konsumausgaben führen. Davon dürften Gastronomie und Reisebranche besonders profitieren. Deshalb rechnen wir für das Jahr 2022 sogar mit einem Wachstum von 4,8%.



## Zentralbanken agieren weiterhin ultraexpansiv

Um die Folgen der Corona-Pandemie zu bekämpfen, hat die Europäische Zentralbank im vergangenen Frühjahr mit dem „Pandemic Emergency Purchase Programm“ (PEPP) schnell reagiert und den Ankauf von Anleihen in Höhe von 750 Mrd. Euro garantiert. Solange sich die Inflationsrate in der Eurozone nicht nachhaltig der 2%-Marke nähert, ist eine Abkehr der Notenbank vom ultraexpansiven Kurs wenig wahrscheinlich. EZB-Präsidentin Christine Lagarde wird 2021 weiterhin bemüht sein, bei geldpolitischen Entscheidungen Einigkeit im Rat der Notenbank herzustellen. Gleichzeitig bleiben die Kapitalmarkttrenditen unter dieser EZB-Politik langfristig niedrig. Unsere Erwartung: Die Politik der Notenbanken wird die weltweiten Märkte weiter beflügeln. Auch die Preise für Immobilien und Gold bewegen sich weiter auf hohem Niveau. Die Inflation bleibt niedrig, wenn auch etwas höher als 2020.



### Aktienmärkte könnten Rekordgewinne verbuchen

Nach dem historischen Einbruch im vergangenen März sehen wir bereits für Ende 2021 neue Rekorde am Horizont. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt: In aller Regel haben sich deutsche Unternehmen nach Rezessionen schnell erholt. Demnach sollten die Gewinne spätestens 2023 wieder da sein, wo sie vor der Krise waren. Deshalb kann der DAX sein Allzeithoch bereits Ende des kommenden Jahres knacken und sogar 14.000 Punkte erreichen. Insgesamt wird 2021 ein gutes Anlagejahr werden. Neben der Aussicht auf einen Impfstoff sowie eine verlässlichere Weltpolitik spielt dabei vor allem das sehr freundliche Liquiditäts- und Notenbankumfeld eine entscheidende Rolle. Für den Euro Stoxx 50 erwarten wir 3.600 Punkte und für den S&P 500 3.800 Punkte.

### Wesentliche Prognosen des DZ BANK Research für 2021

BIP-Wachstum Deutschland <sup>1</sup>	3,0%
BIP-Wachstum EWU <sup>1</sup>	3,8%
Inflation Deutschland <sup>1</sup>	1,5%
Inflation Eurozone <sup>1</sup>	1,1%
Rohöl <sup>2</sup>	50 USD/Barrel (Brent)
Gold <sup>2</sup>	1.900 USD/Feinunze
Hauptrefinanzierungssatz EZB <sup>2</sup>	0,0%
Einlagensatz EZB <sup>2</sup>	- 0,5%
Leitzinsen USA (Fed Funds Target Rate) <sup>2</sup>	0,25%
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>	1,15
DAX <sup>2</sup>	14.000 Punkte
EURO STOXX 50 <sup>2</sup>	3.600 Punkte

<sup>1</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr  
<sup>2</sup>Punktprognose für Ende 2021

Quelle: DZ BANK

### **Chancen am Aktienmarkt nutzen**

Die wichtigsten Lektionen für Aktienanleger im Jahr 2020 lautete: Breit streuen, auf gute Unternehmen setzen und nicht panisch verkaufen. Dass diese Leitsätze von Nutzen sein können, zeigt unser DZ BANK Musterportfolio (siehe auch „Mischpult“). Im noch laufenden Jahr ist das Musterportfolio der DZ BANK trotz historischer Krise um 4,7% gewachsen. Noch klarer zeigt es die langfristige Betrachtung: Seit Auflage im Juni 2011 hat das Musterportfolio 7,5% pro Jahr zugelegt, deutlich mehr als die erwartete Zielrendite zwischen 4% und 5%.



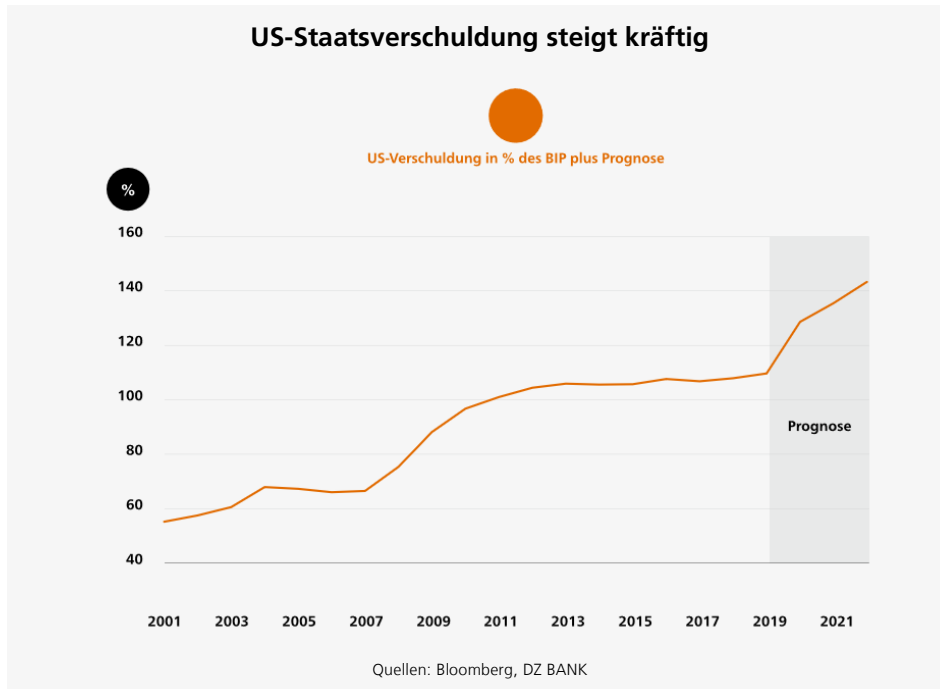
#### RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Birgit Henseler, Analystin

**Eine laxe Haushaltspolitik Donald Trumps, billionenschwere Konjunkturprogramme zur Pandemie-Bekämpfung und die Pläne des neuen Präsidenten Biden werden das Budgetdefizit der USA in den nächsten Jahren wohl stark ansteigen lassen. Wie lässt sich das finanzieren?**

Seit Mai dieses Jahres sind in den USA bereits rund acht Millionen Menschen unter die Armutsschwelle gerutscht. Und die Corona-Neuinfektionszahlen steigen weiterhin nahezu ungebremst. Damit bedarf die Wirtschaft und insbesondere die ärmere Bevölkerung zusätzlicher Unterstützung von der US-Regierung. Gleichzeitig deutet die Wirtschaftspolitik des designierten Präsidenten Joe Biden auf weitere umfangreiche Ausgaben hin: Denn die geplante Ausweitung des staatlichen Gesundheitswesens und Maßnahmen gegen den Klimawandel werden zweifelsohne teuer. Somit wird der Finanzierungsbedarf in den kommenden Jahren hoch bleiben und die Staatsverschuldung weiter kräftig steigen.





### Droht ein stetiger Anstieg der Schulden?

In der Regel geht die Neuverschuldung der Regierung mit einem höheren Volumen der neu zu emittierenden US-Staatsanleihen einher. Wie kann der Rentenmarkt diese neuen – voraussichtlich gigantischen – Volumen aufnehmen? Rein theoretisch müssten sie zu höheren Renditen führen. Herleiten lässt sich dieser Zusammenhang mithilfe des zusätzlichen Angebots. Denn Anleihen werden von den Kapitalmärkten nur dann aufgenommen, wenn ihre Renditen für Anleger attraktiv sind. Dabei gilt auch an den Finanzmärkten das Gesetz von Angebot und Nachfrage: Ist das Angebot hoch, muss der Preis sinken. Und sinkende Preise für Anleihen bedeuten höhere Renditen. Durch eine hohe Emissionstätigkeit des Staates steigt für sich genommen also das Renditeniveau der Staatstitel. Damit nehmen gleichzeitig die Zinszahlungen zu, die die Regierung leisten muss. Im Extremfall kann dies zu einer weiteren Emissionsflut führen.

Das prominenteste Beispiel für ein solches Szenario ist Griechenland. Scheinbar unaufhaltsam waren die öffentlichen Schuldenberge in den Himmel gewachsen, verschärft durch die Finanzmarktkrise und die folgende Rezession in den Jahren 2008 und 2009. Die hohe Verschuldung führte zu stetig in die Höhe kletternden Renditen und damit zu stark steigenden Refinanzierungskosten. Die hellenische Regierung musste die deutlich steigenden Zinsausgaben für die Staatsanleihen mit Steuereinnahmen und, da diese nicht ausreichten, mit weiteren Emissionen von Staatsanleihen bezahlen. Irgendwann war jedoch der Punkt erreicht, an dem die Finanzmärkte der Regierung in Athen nicht mehr zutrauten, die Finanzierung der Staatsanleihen sicherzustellen. Dies wiederum führte zu weiter massiv steigenden Renditen und daraus erwachsenden Verbindlichkeiten aufseiten der Regierung.

## Warum der Griechenland-Vergleich hinkt

Wir halten es für unwahrscheinlich, dass den Vereinigten Staaten ein ähnliches Schicksal wie Griechenland droht – selbst bei deutlich zunehmender Verschuldung. Hierfür gibt es mehrere Gründe:

### 1. Sicher und liquide

Normalerweise steigt das US-Budgetdefizit in konjunkturell schwierigen Zeiten, da der Staat versucht, über fiskalpolitische Stimuli einen wirtschaftlichen Abschwung zu verhindern oder zumindest abzuschwächen. In dieser Situation befinden sich derzeit nahezu alle Länder. Durch die coronabedingten Kontaktbeschränkungen leidet die Wirtschaft nahezu überall stark. Insbesondere für die Vereinigten Staaten lässt sich aktuell beobachten, dass bei abnehmender wirtschaftlicher Dynamik und sich ausweitenden Budgetdefiziten die Nachfrage nach US-Staatsanleihen sogar zunimmt. Der Grund: Viele Investoren weltweit erachten diese Wertpapiere als äußerst sicher und liquide, sodass sie entsprechend investieren dürften. Diese zunehmende Nachfrage nach den Anleihen in unsicheren Zeiten dürfte dazu beitragen, einen starken Anstieg der Renditen zu verhindern.

### 2. Niedrige Inflationsrate

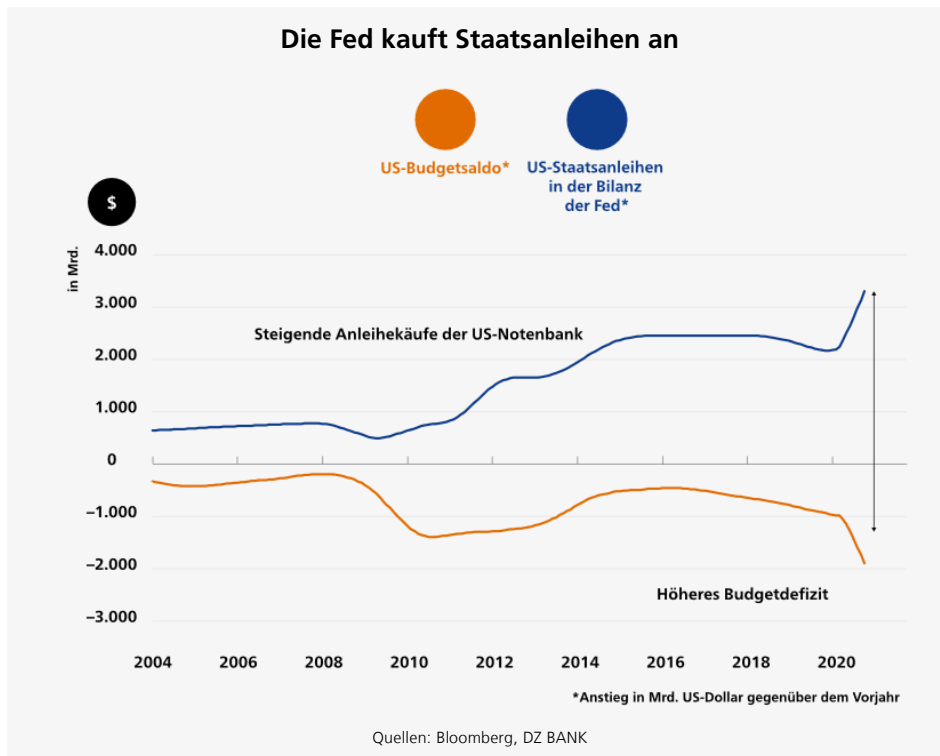
Wirtschaftlich schwierige Phasen sind häufig von einem Rückgang der Inflation und der Inflationserwartungen gekennzeichnet. So liegen die Teuerungsraten in den Vereinigten Staaten auch derzeit auf einem niedrigen Niveau. Sinken sie, dann sinken die Renditen für Anleihen. Vereinfacht gesagt setzt sich der (Nominal-)Zins einer Anleihe aus zwei Komponenten zusammen: dem Realzins, der sich aus dem Zins abzüglich der Inflation ergibt, und dem Preisauftrieb. Bei einem Rückgang der Inflationsrate sinkt daher der Nominalzins. Solange die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten auf einem niedrigen Niveau verharren, wird ein nachhaltiger und starker Anstieg der Renditen für US-Staatsanleihen begrenzt.

### 3. Leitzinssenkungen

Ein konjunktureller Abschwung und niedrige Inflationsraten lassen die Zentralbank in Aktion treten. Schon mit Beginn der Pandemie hat die US-Notenbank (Fed) die Leitzinsen auf null gesenkt, denn niedrige Zinsen sind ein wichtiger Baustein, um eine konjunkturelle Erholung zu stützen. Eine solche geldpolitische Maßnahme beeinflusst insbesondere Anleihen mit kürzeren Laufzeiten, ließ aber beispielsweise auch die Renditen für US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren kräftig sinken. Von ihr erhoffen sich die Zentralbanker, dass mehr Unternehmen Kredite aufnehmen und Investitionen tätigen, wenn die Zinszahlungen dafür moderat sind. Solange die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie nicht behoben sind und die Inflationsraten nicht nachhaltig steigen, wird die Fed ihre ultraexpansive Geldpolitik nicht beenden. Damit dürften die Kapitalmarktrenditen vorerst niedrig bleiben.

### 4. Notenbank in der Rolle des Käufers

Der Hauptgrund für niedrige Renditen in den Vereinigten Staaten sind die Anleihekäufe der Fed. Da die wirtschaftliche Situation aufgrund der Pandemie weiterhin fragil bleibt, wird die Fed keinen maßgeblichen Anstieg der Renditen dulden. Neben den bereits erwähnten Leitzinsveränderungen hat die Fed – ähnlich wie die EZB – eine weitere Maßnahme ergriffen, um das Renditeniveau vor allem für länger laufende Staatsanleihen zu reduzieren: Sie tritt als Käufer von US-Staatsanleihen auf, und das bereits seit März. Dabei hat sie einen nahezu unbegrenzten finanziellen Spielraum und kann damit das generelle Renditeniveau drücken. Da die Notenbanker an dieser Praxis bis auf Weiteres festhalten werden, dürften die Renditen in den USA auch dann nicht steigen, wenn die neue Regierung in Washington Anfang des kommenden Jahres ein neues umfangreiches Fiskalpaket verabschiedet wird. Trotz der hierdurch steigenden Staatsanleiheemissionen bleiben die Renditen solange niedrig, wie die Fed die Anleihen kauft und das Angebot knapphält.



### Ein solventer Zahler ...

Die Frage, wer das enorme Haushaltsdefizit und die damit verbundenen riesigen Refinanzierungsbedürfnisse der Vereinigten Staaten bezahlen wird, lässt sich zumindest auf Sicht der kommenden ein bis zwei Jahre beantworten. Angesichts der fragilen wirtschaftlichen Situation dürfte die US-Notenbank verhindern, dass die US-Renditen aufgrund des hohen Budgetdefizits steigen. Hierfür gibt es gute Gründe: Höhere Renditen würden die wirtschaftliche Entwicklung zu sehr belasten. Mit einem für lange Zeit niedrigen Leitzinsniveau und dem Kauf von Wertpapieren hat die Fed überaus wirkungsvolle Instrumente, um einen möglichen Renditeanstieg zu begrenzen. Aufgrund des stark steigenden Budgetdefizits könnten die Renditen auf Sicht der kommenden Jahre zwar wachsen, aber nicht in dem Ausmaß, wie die stark steigende US-Verschuldung dies befürchten lassen würde.



# Mischpult

## 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, 4. Dezember 2020**

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

2020 war ein sehr ereignisreiches Jahr. So zählt der Kurseinbruch des DAX um 40% im vergangenen März zu den schnellsten und stärksten Crashes überhaupt. Unser virtuelles DZ BANK Musterportfolio bewegte sich dabei sicher durch unruhige Gewässer: Im Vergleich zum Beginn des Jahres lag es nie mehr als 4,1% im Minus. Stand heute konnte eine Rendite von 5,4% erwirtschaftet werden. Somit dürften wir auch für das Gesamtjahr 2020 unser Anlageziel von jährlich plus 4% bis plus 5% leicht übertreffen können – trotz des schweren Wirtschaftseinbruchs.

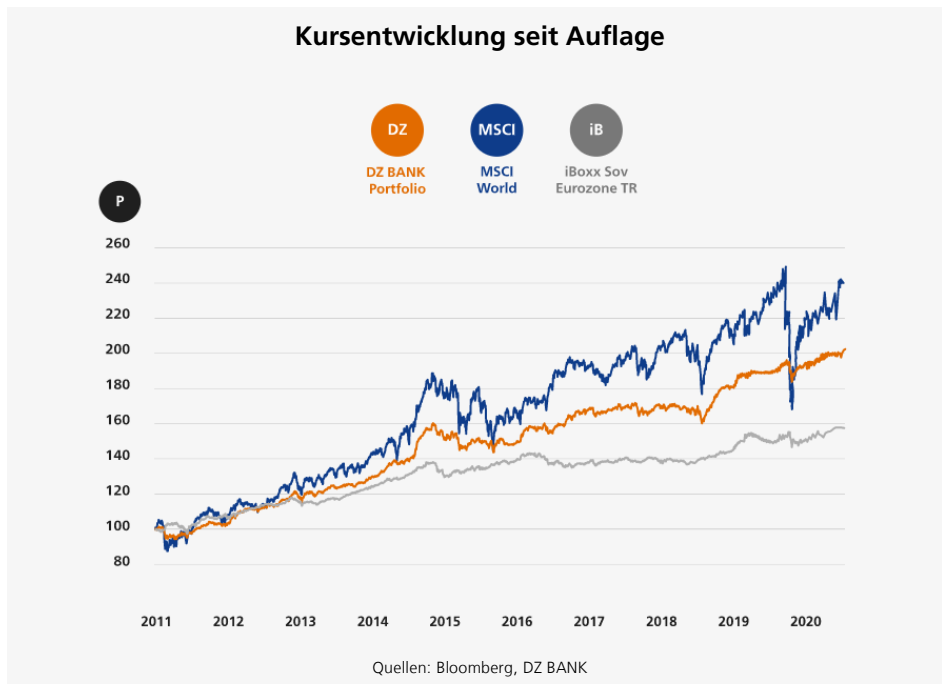
Entsprechend haben wir die Zusammensetzung unseres virtuellen DZ BANK Musterportfolios seit der letzten Friedrich-Ausgabe im September nahezu unverändert belassen: Per 4. Dezember 2020 beträgt die Aktienquote 23,8% (DAX: 11,6%, Emerging-Markets: 5,6% und Nasdaq 6,4%) und der Anteil an Anleihen 40,2% (US-Unternehmensanleihen: 14,4%, europäische Unternehmensanleihen: 15,1% und Euro High Yields: 10,7%); die restlichen 36,7% entfallen auf die Kasse.

Während man in China schon fast wieder von Normalzuständen berichten kann, bereiten andernorts die dramatisch hohen Infektionszahlen Kopfzerbrechen. Die in Europa vielerorts verhängten (Teil)-Lockdowns werden sich noch bis in das erste Quartal 2021 hinziehen. Infolgedessen rutscht der Euroraum über die Jahreswende 2020/21 in eine erneute Rezession. Auch in den USA sind neue Eindämmungsmaßnahmen zu befürchten. Dadurch steht die dortige Wirtschaft weiter unter Druck, zumal die Arbeitslosigkeit noch immer vergleichsweise hoch ist und die fiskalischen Stützungsmaßnahmen aus dem Frühjahr so gut wie ausgelaufen sind. Angesichts neuer Konjunkturmaßnahmen dürfte sich die Lage allerdings etwas entspannen.

Das Blatt könnte sich jedoch bald wenden, sollte endlich ein Impfstoff zur Verfügung stehen. Denn eine weltweit breit angelegte Impfung der Bevölkerung dürfte im Jahresverlauf 2021 zu einer Stabilisierung der Gesundheitssituation und in der Folge auch zu einer Normalisierung des globalen Wirtschaftsgeschehens führen. Sofern dies gelingt, dürften in fast allen Regionen Nachholeffekte das Wirtschaftswachstum kräftig anschieben, sodass das globale Wirtschaftswachstum 2021 rund 5% erreichen kann – nach einem Minus von 4,2% in diesem Jahr.

Die Überwindung der Gesundheitskrise mit anschließender konjunktureller Erholung spricht eigentlich für steigende Renditen im kommenden Jahr. Einem möglichen Renditeaufwärtsdruck setzen die europäischen Währungshüter mit den großvolumigen Anleihekäufen jedoch enge Grenzen. Auch in den USA wird die Notenbank versuchen, steigende Renditen zu verhindern.

Für Aktien ist das Umfeld dagegen durchaus positiv. Haupttreiber bleibt hier die Hoffnung auf eine Erholung nach dem Corona-Schock, eingebettet in ein sehr freundliches Liquiditäts- und Notenbankumfeld sowie neue Konjunkturpakete. Damit scheint eine Bremsung des seit März laufenden neuen Aktienzyklus unwahrscheinlich, sodass wir am deutschen Aktienmarkt bereits für Ende 2021 neue Rekorde erwarten: Der DAX sollte sein Allzeithoch knacken und Ende 2021 sogar 14.000 Punkte erreichen. Den Euro Stoxx 50 sehen wir dann bei 3.600 Punkten und den S&P 500 bei 3.800 Punkten.



## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, 9. Dezember 2020**

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

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

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

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

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

**Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global**

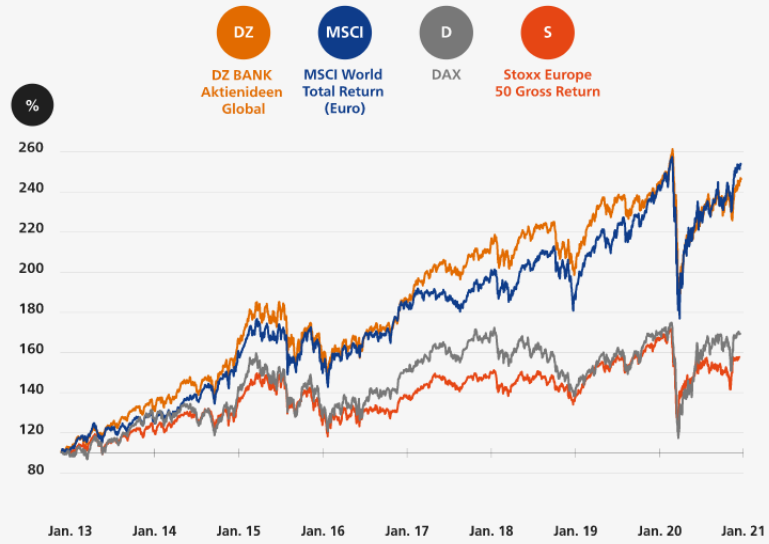
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Aixtron	26.11.2020	346	11,585	13,105	+13,1%
Continental	24.11.2020	34	119,40	114,05	-4,5%
Deutsche Börse	30.10.2020	29	126,35	137,55	+8,9%
Deutsche Post	07.08.2020	102	36,48	39,44	+11,3% (inkl. Dividende)
Deutsche Telekom	02.04.2020	279	11,65	15,11	+34,8% (inkl. Dividende)
Hannover Rück	02.10.2020	28	133,90	136,70	+2,1%
Linde PLC	02.04.2020	21	151,85	205,20	+36,8% (inkl. Dividende)
Merck KGaA	30.12.2019	37	105,35	136,65	+30,9% (inkl. Dividende)
Amazon.com	10.08.2020	2	2.670,00	2.600,00	-2,6%
BP	10.11.2020	1.455	2,70	3,02	+11,9%
Carrefour	12.02.2020	269	15,705	13,685	-11,4% (inkl. Dividende)
CRH	30.12.2019	112	35,65	34,17	-1,9% (inkl. Dividende)
ENGIE	26.11.2020	320	12,525	12,375	-1,2%
IBM	12.10.2020	36	107,55	103,90	-2,1% (inkl. Dividende)
JPMorgan Chase & Co.	05.06.2020	38	97,25	99,69	+4,1% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2019	28	142,00	177,56	+26,3% (inkl. Dividende)
Qualcomm	11.11.2020	33	123,80	130,34	+5,7% (inkl. Dividende)
Regeneron Pharm.	08.12.2020	10	403,50	403,50	+0,0%
Rio Tinto PLC	11.11.2020	75	53,63	60,37	+12,6%
Tencent Holdings	27.02.2020	85	45,90	62,30	+36,0% (inkl. Dividende)
Total	27.05.2020	105	34,04	36,95	+12,5% (inkl. Dividende)
Vodafone Group	26.11.2020	2.870	1,40	1,44	+2,9%
Walmart	12.10.2020	32	122,74	123,40	+0,5%

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

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 8. Dezember 2020 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 147,8% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (70,7%) und der Stoxx 50 Gross Return (60,1%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (157,0%). Im laufenden Jahr 2020 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertgewinn von 1,1% verbucht und damit besser als der DAX (0,2%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 6,3%) performed, aber schlechter als der MSCI World Total Return (in Euro) mit 6,0%. Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.



## DZ BANK Aktienideen Global – Kursentwicklung seit Auflage



Quellen: Bloomberg, DZ BANK



### WUSSTEN SIE SCHON?

Dr. Elmar Kraus, Analyst

**In beachtlich kurzer Zeit haben zahlreiche Pharmaunternehmen Coronavirus-Impfstoffe entwickelt – für einige davon laufen bereits Zulassungsverfahren in den USA und in Europa. Die Daten zur Wirksamkeit sind vielversprechend. Wie geht es weiter?**

Wenn man so will, dann gibt es ja bereits Impfstoffe. Russland hat den passenderweise Sputnik genannten Impfstoff bereits zugelassen und in China sollen bereits eine Million Menschen mit einem Impfstoff von Sinopharm geimpft worden sein. Im Westen sind diese Impfstoffe auf absehbare Zeit nicht zu haben, wobei vor allem bei dem Sputnik-Impfstoff die Frage angebracht erscheint, ob man diesen zum aktuellen Zeitpunkt und auf der Basis der bislang vorgelegten äußerst „dünnen“ Datenbasis verabreicht bekommen möchte. Neueste Daten versprechen hier sogar eine 92%ige Effektivität, kaum dass Pfizer/BioNTech eine „über 90%ige Effektivität“ für Ihren Impfstoff angeben. Ein Schelm, wer (bei den 92%) was Böses dabei denkt ...

### Kopf-an-Kopf-Rennen zwischen Pfizer/BioNTech und Moderna

Eine Reihe von Impfstoffen deutscher, US-amerikanischer und britischer Unternehmen befinden sich sozusagen auf der Zielgeraden. Der US-amerikanische Pharma- und Impfstoffgigant Pfizer hat am 18. November zusammen mit seinem deutschen Kooperationspartner BioNTech durchaus eindrucksvolle Daten einer ersten Auswertung ihrer Zulassungsstudie mit BNT162b2, einem Impfstoff auf RNA-Basis, berichtet. Zusammen mit den entsprechenden Sicherheitsdaten haben die Unternehmen am 20. November eine Notfallzulassung (Emergency Use Authorization/EUA) bei der US-amerikanischen Gesundheitsbehörde FDA beantragt. Die in Australien, Kanada, Europa und Japan bereits laufenden Einreichungen wurden um die neuen Daten ergänzt. Am 1. Dezember wurde dann auch bei der europäischen Zulassungsbehörde ein Antrag auf eine sogenannte bedingte Zulassung eingereicht. Das US-Unternehmen Moderna konnte am 30. November Daten Ihrer Zulassungsstudie veröffentlichen. Gleichzeitig gab Moderna bekannt, dass noch am selben Tag sowohl eine EUA in den USA als auch eine bedingte Zulassung in der EU beantragt würde. Die ohnehin bereits in vielen Ländern/Regionen laufenden Einreichungsverfahren würden unmittelbar um die klinischen Daten ergänzt. Die jeweiligen Sitzungen der US-Gesundheitsbehörde FDA finden am 10.

Dezember (Pfizer/BioNTech) und 17. Dezember (Moderna) statt. Bei der europäischen Behörde EMA sind der 29. Dezember 2020 (für Pfizer/BioNTech) und der 12. Januar 2021 (für Moderna) avisiert. Dass nach Erhalt einer Zulassung ein Verschicken innerhalb weniger Tage möglich ist, haben Pfizer/BioNTech bewiesen. Großbritannien, das bereits am 2. Dezember 2020 und damit gerade einmal neun Tage nach Erhalt der vollständigen Unterlagen eine Notfallzulassung nach britischem Recht (Artikel 174) aussprach, sind die ersten Impfstoffdosen bereits wenige Tage später eingetroffen, damit ab dem 8. Dezember mit dem Impfen von Risikogruppen (in der Hauptsache über 80-Jährige, Klinikpersonal und Altenbetreuer/-pfleger) begonnen werden konnte.

### **Wie gehen die Behörden bei der Prüfung vor?**

Die Behörde prüft die eingereichten Unterlagen, zu denen neben den Daten zu Effektivität und Sicherheit auch viele weitere Daten unter anderem zum Produktionsablauf, den Qualitätsstandards, der Stabilität und zu präklinischen (Labor-)Ergebnissen. Nach Abschluss der Prüfung kann die FDA dann diese EUA erteilen. Üblicherweise enthält diese EUA dann Bestimmungen zur Anwendung (gegebenenfalls nur bestimmte Personenkreise) und zur Gültigkeit (bis Widerruf oder bis zu einer regulären Zulassung). Wie lange die Prüfung dauert, lässt sich nicht vorhersagen, aber aus einem aktuellen Beispiel vielleicht ablesen: Eli Lilly hat am 7. Oktober für Bamlanivumab, einen direkt wirkenden Antikörper gegen SARS-Cov. den Antrag für eine solche Notfallzulassung (EUA) gestellt und diese am 9. November erhalten. Es würde wohl nicht verwundern, wenn ein Antrag auf einen Impfstoff nicht sogar noch schneller bearbeitet würde.

### **Produktion bereits „auf Risiko“**

Wie alle anderen, die an einem Corona-Impfstoff arbeiten, haben auch Pfizer/BioNTech schon mal vorab mit der Produktion begonnen, um im Falle einer Zulassung auch unmittelbar mit der Lieferung beginnen zu können. „Bis zu 50 Millionen Impfdosen“ wollen sie bis zum Jahresende produziert haben, was für 25 Millionen Impfungen ausreicht. Im nächsten Jahr sollen es dann „bis zu 1,3 Milliarden Impfdosen“ sein.

### **Wie weit sind andere RNA-basierte Impfstoffe?**

Die Freiburger CureVac wird zwar erst im Dezember mit der Phase 2b/3-Zulassungsstudie beginnen und rechnet somit „erst“ im dritten Quartal 2021 mit einer möglichen Zulassung. Dem zeitlichen Nachteil steht ein Anwendungsvorteil gegenüber – im Gegensatz zu den anderen RNA-basierten Impfstoffen kann der Impfstoff von CureVac im Kühlschrank gelagert werden, was die ansonsten komplizierte Logistik deutlich entschärft. Die benötigte Wirkstoffmenge soll aufgrund der speziellen Art der verwendeten RNA deutlich geringer sein – während Moderna 100 µg und Pfizer/BioNTech 30 µg einsetzen, geht CureVac davon aus, mit nur 12 µg auszukommen.

### **Gibt es auch noch andere Impfstoffe und wie weit sind die?**

Unter den mittlerweile etwa 200 verschiedenen Corona-Impfstoffprojekten finden sich auch eher klassische Impfstofftechnologien, bei denen abgetötete Viren, künstlich hergestellte Virusbestandteile (mit und ohne Impfstoffverstärker) oder spezielle Impfviren eingesetzt werden, denen man Bestandteile des Coronavirus sozusagen „unterjubelt“. Die Herstellung des Impfstoffes dauert dort zwar länger, die Technologien sind jedoch auch im großen Maßstab und zum Teil auch in der relevanten Risikogruppe (ältere Personen mit Vorerkrankungen und einem schwächeren Immunsystem) erprobt. Am weitesten fortgeschritten sind hier die Kandidaten der US-amerikanischen Johnson & Johnson sowie der britischen AstraZeneca, die beide mit speziellen Impfviren arbeiten und jeweils Phase III-Zulassungsstudien gestartet haben.

## **Impfreihenfolge**

Einen Impfstoff dann irgendwann einmal zu haben, ist das eine. Wie dieser dann verteilt werden sollte und vor allem in welcher Reihenfolge diejenigen aus der Bevölkerung geimpft werden sollen, die dies auch wünschen, das ist eine andere Frage. In Deutschland ist für die Beantwortung dieser Frage die „Ständige Impfkommision“ (STIKO) zuständig, die auch bereits eine Prioritätenliste erstellt hat.

Infolgedessen sind diejenigen prioritär zu impfen, die bei einer Erkrankung an COVID-19 das höchste Risiko für Tod und schwere Erkrankung tragen, das heißt Personen (Personengruppen), die aufgrund ihres Alters oder vorbelasteten Gesundheitszustandes ein signifikant erhöhtes Risiko für einen schweren oder tödlichen Krankheitsverlauf haben, insbesondere bei erhöhter Kontaktdichte (etwa in Pflegeheimen und anderen Einrichtungen der Langzeitpflege). Die zweite zu priorisierende Gruppe sind diejenigen, die den an COVID-19 Erkrankten beistehen und zugleich selbst gegebenenfalls erhöhte Risiken tragen. Zu dieser zweiten Gruppe gehören Mitarbeiter/innen von stationären oder ambulanten Einrichtungen der Gesundheitsversorgung und der Altenpflege. Darüber hinaus sind Personen zu schützen, die für das Gemeinwesen besonders relevante Funktionen erfüllen und nicht ohne Probleme ersetzbar sind. Zu ihr gehören: Personen (Personengruppen), die in basalen Bereichen der Daseinsvorsorge und für die Aufrechterhaltung zentraler staatlicher Funktionen eine Schlüsselstellung besitzen (zum Beispiel Mitarbeiter/innen der Gesundheitsämter, der Polizei- und Sicherheitsbehörden, der Feuerwehr, Lehrer/innen und Erzieher/innen).

## **Die guten Nachrichten am Ende**

- 1) Trotz der Dringlichkeit halten die Unternehmen und auch die Gesundheitsbehörden an Qualitätsstandards fest und haben sich beispielsweise auch nicht davon abbringen lassen, zwei Monate Sicherheitsdaten für eine EUA (Notfallzulassung) vorzulegen bzw. zu verlangen, obwohl die (noch amtierende) Trump-Regierung entsprechenden Druck dagegen ausgeübt haben soll.
- 2) Es gibt gleich eine Reihe vielversprechender Ansätze, die mehr oder weniger nahe an einer breitflächigen Anwendung stehen.
- 3) Die jeweiligen Produktionsprozesse laufen bereits (an), sodass praktisch mit einer Zulassung die ersten Auslieferungen starten können.
- 4) Auch, wenn die ersten Impfstoffe möglicherweise noch nicht ideal sein werden – eine Vielzahl weiterer Ansätze ist bereits auf dem Weg der präklinischen und klinischen Entwicklung, um diese (theoretische) Lücke zu schließen.

## Die gängigsten Impfstofftypen gegen das Virus SARS-CoV-2



Quellen: vfa (Verband Forschender Arzneimittelhersteller e.V.), DZ BANK

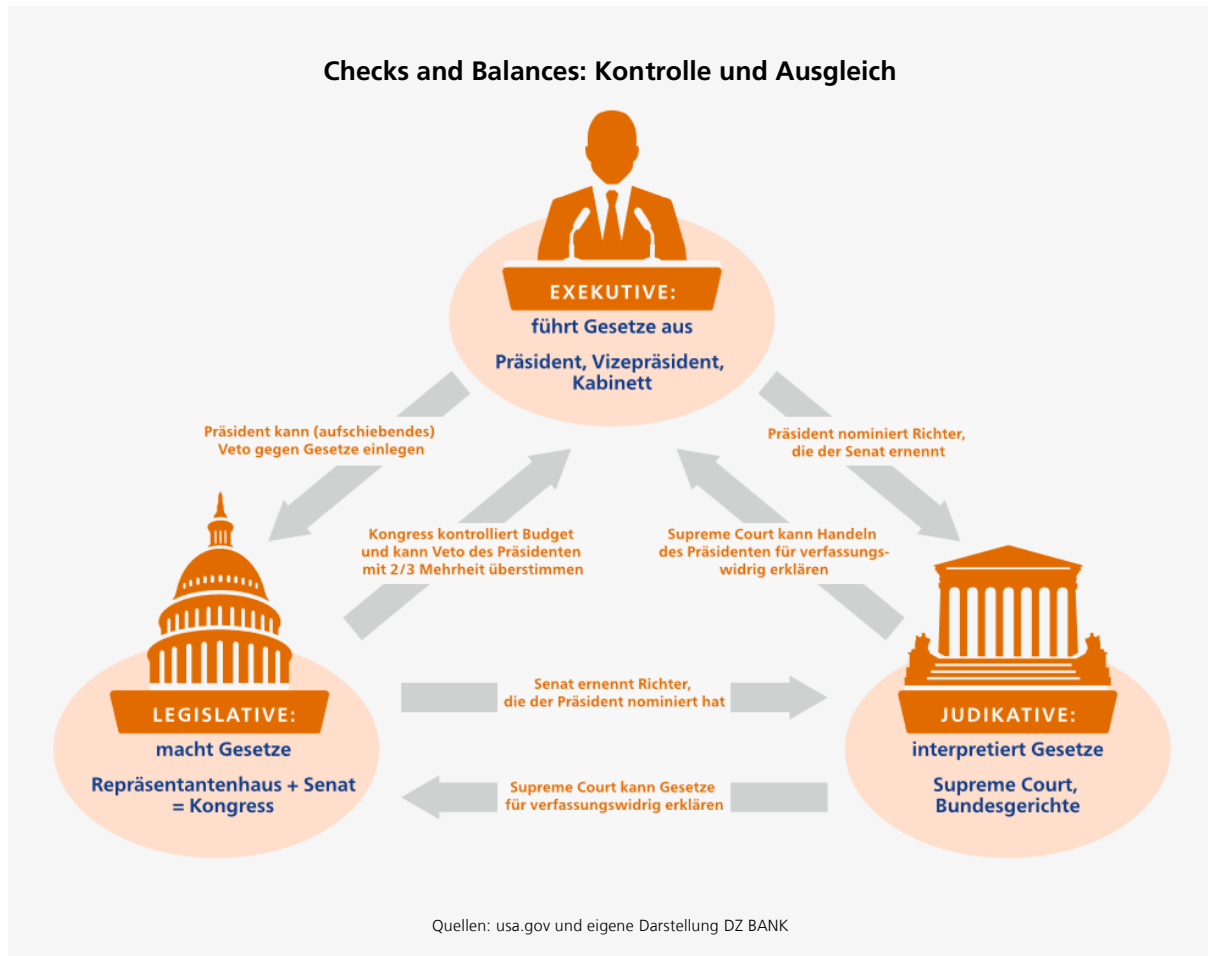


### WAS IST EIGENTLICH?

Dorothea Huttanus, Analystin

**Idealerweise sollte ein Parlament das Spiegelbild seiner Bevölkerung sein. In den USA gilt dies derzeit auch im negativen Sinne: Sowohl durch das Land als auch durch das Parlament verläuft ein politischer Graben. Wie lässt es sich unter diesen Bedingungen regieren?**

Ab 2021 sieht es in den USA so aus: Repräsentantenhaus und Präsident sind Vertreter der Demokratischen Partei und treffen voraussichtlich auf eine (wenn auch denkbar knappe) republikanische Senatsmehrheit. Diese Spaltung, auch als Divided Government oder Split Government bekannt, ist nicht zu verwechseln mit der institutionellen Gewaltenteilung zwischen Exekutive, Legislative und Judikative. Und es geht auch nicht um Querelen innerhalb einer Regierungskoalition oder Partei, wie wir sie aus Deutschland kennen. In einem parlamentarischen System wie dem unsrigen bilden Regierung und Parlament eine Handlungseinheit. Im präsidentiellen System der USA sind sie dagegen institutionell streng voneinander getrennt und werden durch eigenständige Wahlen vom Volk bestimmt. Daher verfolgt der aus Repräsentantenhaus und Senat bestehende Kongress nicht automatisch die gleiche politische Agenda wie der Präsident. Bei der Ausgestaltung ihrer Politik müssen aber alle zusammenarbeiten.



### Geben und Nehmen zwischen Präsident und Kongress

Der Gesetzgebungsprozess sieht vor, dass sich beide Häuser des Kongresses auf eine gemeinsame Gesetzesvorlage einigen und diese sogenannte Bill anschließend verabschieden. Im letzten Schritt macht der Präsident den Entwurf dann entweder durch seine Unterschrift zum Gesetz oder er legt sein Veto ein. Dieser Widerspruch des Präsidenten kann mit Zweidrittelmehrheiten in Senat und Repräsentantenhaus aufgehoben werden, was in der Vergangenheit aber eine absolute Ausnahme war. Umgekehrt ist der Regierungschef auch vom Wohlwollen des Kongresses abhängig: Der Präsident selbst kann keine Gesetze vorschlagen, sondern muss auf Unterstützer seiner Ideen im Parlament hoffen; schließt er völkerrechtlich bindende Verträge ab, muss der Senat sie ratifizieren. Die Bewilligung von Haushaltsmitteln zur Finanzierung der Exekutive (Bundesbehörden, Ministerien etc.) obliegt den beiden Kongresskammern – erfahrungsgemäß ein sehr überzeugendes Argument bei Verhandlungen mit dem Staatsoberhaupt. Bei der Außen- und Sicherheitspolitik hat der Präsident dagegen weitreichende Alleinbefugnisse: Per Dekret („Executive Order“) kann er im Alleingang ohne Kongresszustimmung beispielsweise über Strafzölle entscheiden. Bei Themen wie Binnenwirtschaft, Umwelt oder Energie sitzt dagegen der Kongress am längeren Hebel.

Der Präsident kann bei wichtigen Personalfragen Vorschläge machen – was zum Beispiel Minister, den Notenbankchef oder Richter am Obersten Gerichtshof angeht. Der Senat muss die Ernennungen aber bestätigen. Dies könnte schon bald spannend werden, denn der designierte Präsident Joe Biden hat bereits begonnen, sein Kabinett zusammenzustellen, und wird sich mit einer voraussichtlich republikanischen Senatsmehrheit arrangieren müssen. 2017 hatte der Senat die beiden von Präsident Donald Trump vorgeschlagenen Minister für Arbeit und Veteranen abgelehnt. Allerdings standen so schwerwiegende Anschuldigungen im Raum, dass diese Kandidaten nicht mehr tragbar waren. Es ging dabei also nicht um eine generelle Blockadehaltung gegen den Präsidenten.

## **Der Supreme Court – ein politisches Schwergewicht**

Eine weitere Instanz in diesem Spannungsfeld ist der Supreme Court. Er prägt die politische Landschaft in den USA sehr stark, obwohl er nicht vom Volk gewählt wird. Dass das Oberste Verfassungsgericht seit der umstrittenen Ernennung der Richterin Amy Coney Barrett auf absehbare Zeit republikanisch beherrscht wird, verstärkt daher die Spannungen zwischen Kongress und Präsidenten. In der Tagespolitik spielt der Supreme Court zwar keine Rolle, bei übergeordneten Themen wie der Gesundheitsfürsorge Obamacare bildet er aber ein konservatives Gegengewicht zu den Demokraten im Repräsentantenhaus und dem designierten demokratischen Präsidenten Biden. Die Obersten Richterinnen und Richter müssen jedoch keinesfalls blind dem Kurs ihrer Partei folgen. Sie sind nicht weisungsgebunden und könnten in der neuen Legislaturperiode durchaus auch gegen die anzunehmende Position ihrer Partei stimmen.

## **Politische Blockade oder Schutz vor Extremen?**

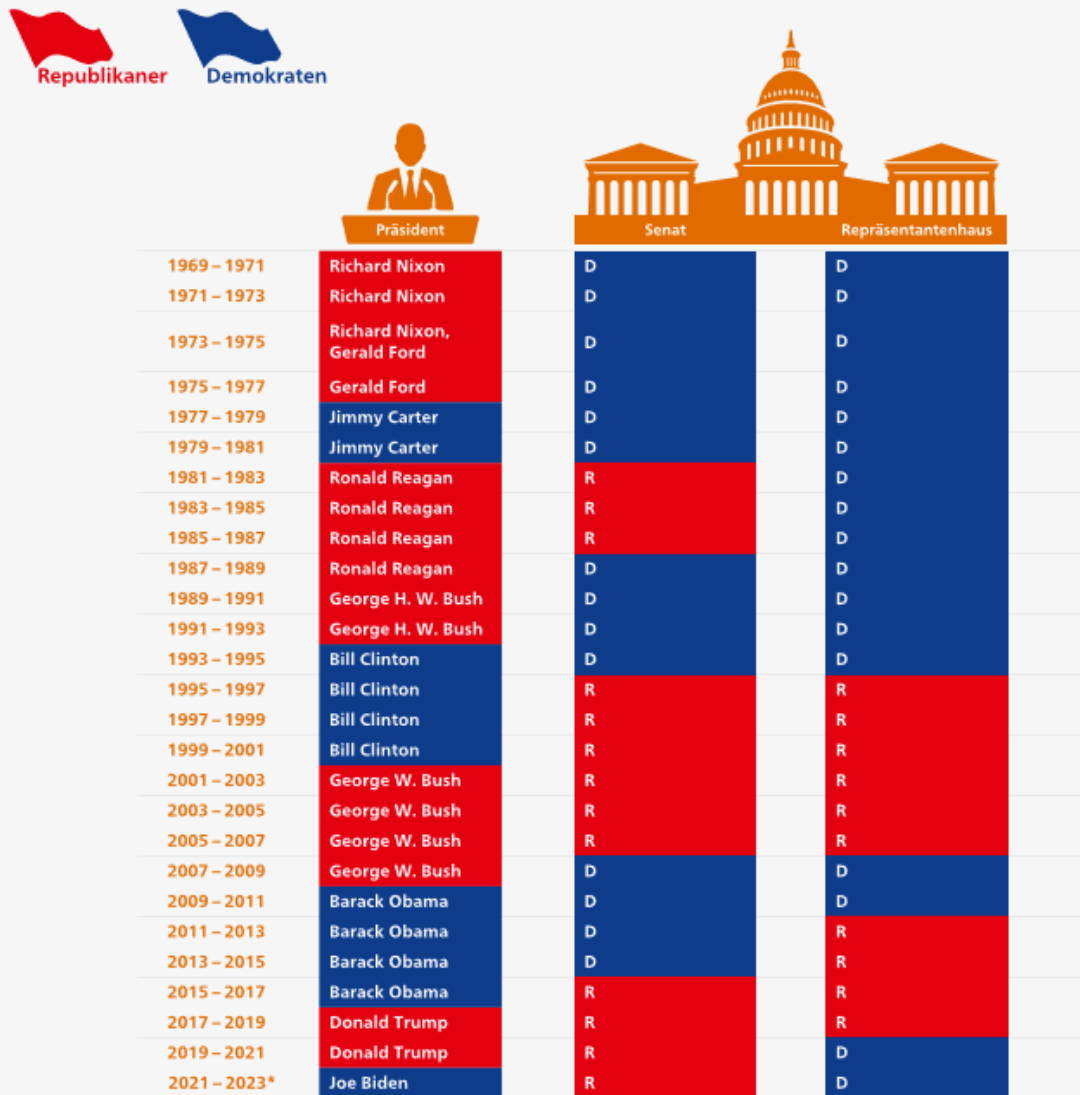
Was als Kontrollmechanismus gedacht ist („Checks and Balances“), kann im schlimmsten Fall zu einem politischen Stillstand führen, bei dem sich Präsident und Parlament oder die beiden Kammern des Kongresses gegenseitig blockieren. Entsprechendes ließ sich in den letzten Monaten beim Gerangel um ein neues Corona-Hilfspaket beobachten, über dessen Ausgestaltung sich republikanischer Senat und Präsident mit dem demokratisch dominierten Repräsentantenhaus öffentlichkeitswirksam stritten. Wäre es nicht wünschenswert, wenn eine Partei die alleinige Kontrolle hätte und damit schnell gegen die Covid-19-Folgen handlungsfähig wäre? Die Finanzmärkte haben ihre eigene Antwort darauf gefunden und sich erstaunlich schnell mit der Fortsetzung des Split Governments nach der Wahl arrangiert. Die Idee dahinter: Die Einigung auf das Fiskalpaket wird jetzt, wo der Wahlkampf vorüber ist, schnell gelingen, selbst wenn der Umfang eher kleiner ausfällt. Gleichzeitig wird es positiv gesehen, dass durch die vorherrschende Konstellation die Umsetzung einer mutmaßlich zu stark linksliberalen, tendenziell marktunfreundlichen Agenda der Demokraten verhindert wird. Die Interpretation, dass es negativ sei, den Status quo zu zementieren und überfällige langfristige Richtungsentscheidungen zu verhindern, ist an den Märkten derzeit nur eine Mindermeinung.

## **Kein neues Phänomen**

Angst vor einem politischen Stillstand bis zur nächsten Midterm Election in zwei Jahren müssen wir trotz Divided Government nicht haben. Solche Konstellationen hat es in der US-Geschichte wiederholt gegeben, ohne dass die politische Erdkugel aufgehört hätte, sich zu drehen. Dass wiederum alle Beteiligten sich auf der Sachebene annähern und Präsident, Senat und Repräsentantenhaus an einem Strang ziehen, mag wünschenswert sein. Es scheint aber nicht zuletzt aufgrund der wachsenden politischen Polarisierung in der Bevölkerung illusorisch.



Mehrheitsverhältnisse: Split Government eher die Regel als die Ausnahme



\* voraussichtlich, Senatsmehrheit erst bei Stichwahl im Januar geklärt

Quellen: usa.gov und eigene Darstellung DZ BANK

# Glänzende Aussichten

Warum Industriemetalle von der Rezession verschont bleiben

## THINK-TANK

Gabor Vogel, Analyst

**Unsere Welt verändert sich weiter: Digitalisierung, E-Mobilität und erneuerbare Energien treiben unter anderem die Nachfrage nach (Industrie-)Metallen in die Höhe. So konnte der Metallmarkt den Corona-Schock schnell abhaken – und das trotz der tiefen weltwirtschaftlichen Rezession.**

### Zukunftstrends treiben die Metallnachfrage

Nachfragesteigerungsfaktor 2023 vs. 2019\*



\* Nachfragesteigerungsfaktor = Nachfrage 2023 / Nachfrage 2019

Quellen: BNEF, DZ BANK

Rund drei Viertel aller bekannten Elemente sind in einem Smartphone oder Tablet verbaut. Und jedes dieser Geräte besteht zu 25% aus Metallen. Dabei ist Kupfer mit einem Anteil von 14% das mit Abstand wichtigste, gefolgt von Aluminium (3%), Nickel (2%) und seltenen Erden (1%). Bei derzeit weltweit 3,8 Milliarden Smartphones kommt da einiges an Rohstoffen zusammen, Tendenz steigend: Immerhin nutzen 44,8% der Weltbevölkerung ein mobiles Endgerät – ein Drittel mehr als 2016. Damit wird unser Leben immer digitaler, und das betrifft nicht nur die Kommunikation.

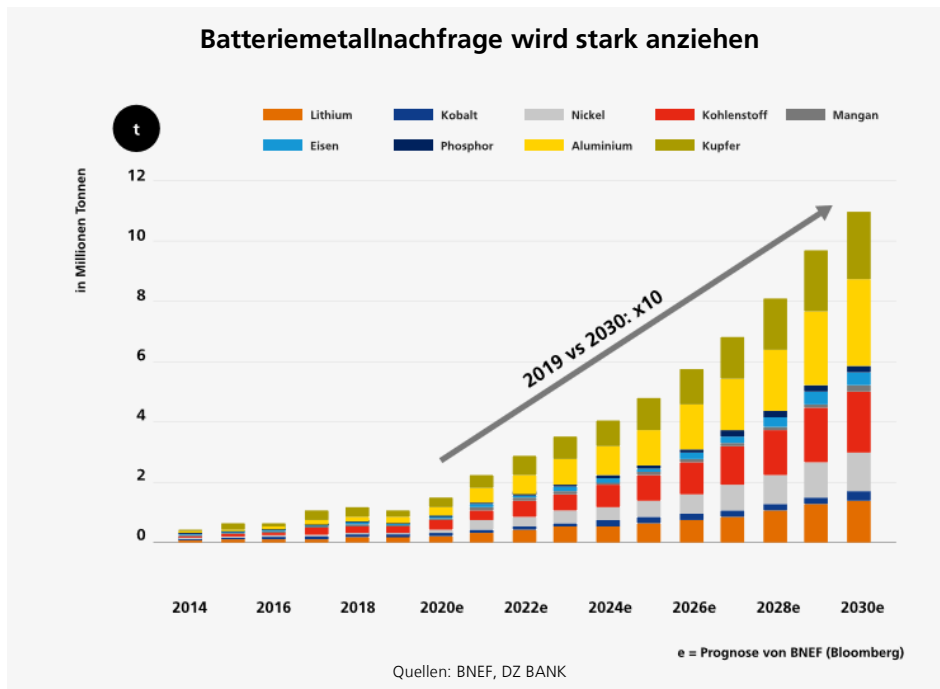
### **Corona-Krise zündet Digitalisierungsturbo**

Der Trend dringt zunehmend in andere Bereiche vor. Das betrifft hauptsächlich den Konsum, der vermehrt online stattfindet, genauso wie die Freizeitgestaltung mittels Gaming oder Streaming sowie die Arbeitswelt, in der zunehmend auf Homeoffice oder mobiles Arbeiten gesetzt wird. Die Corona-Krise hat diese Entwicklung nochmals erheblich beschleunigt. Insbesondere die Art zu arbeiten ist durch Homeoffice und Online-Konferenzen eine andere geworden. Doch auch darüber hinaus überprüfen und erweitern Unternehmen verstärkt ihre digitalen Möglichkeiten, um Wettbewerbsvorteile zu generieren oder neue digitale Geschäftsmodelle zu schaffen. So werden entlang der Wertschöpfungsketten zunehmend digitale Potenziale gehoben, um Effizienzsteigerungen zu erzielen. Die optimale Vernetzung spielt dabei eine wichtige Rolle – sowohl in den Unternehmen selbst, als auch mit Kunden, Lieferanten und Dienstleistern.

Die Vielzahl neuer digitaler Prozesse lässt die zu verarbeitenden Datenmengen exponentiell steigen. Lagen diese 2018 bereits bei 33 Zettabyte (1 ZB = 1 Billion Gigabyte), werden sie sich bis 2025 auf 175 ZB belaufen. Speicherte man diese Datenmenge auf herkömmliche DVDs, würde der Stapel 23 Mal die Entfernung zwischen Erde und Mond übertreffen. Steigende Datenmengen gehen einher mit höheren Serverkapazitäten. Diese wiederum erfordern neue Rechenzentren, die sehr viel Strom verbrauchen. Unabdingbar hierfür sind Metalle, die beispielsweise für Kühlungsanlagen, Verkabelungen und die Produktion von Halbleitern benötigt werden. Hinzu kommt der Trend zum Cloud-Computing: Schon heute entfallen etwa 58% der verarbeiteten Datenmengen auf Streaming-Plattformen wie Netflix, Amazon Prime, YouTube und Co. Um die dafür benötigten Rechenzentren zu betreiben, werden global schätzungsweise 200 Milliarden Kilowattstunden (kWh) Strom pro Jahr benötigt. Damit könnte man sämtliche Privathaushalte in Deutschland, Italien und Polen ein Jahr lang mit Strom versorgen, wenn man den Verbrauch eines deutschen Privathaushalts von etwa 2.500 kWh Strom zugrunde legt.

### **E-Mobilität ist auf Metalle angewiesen**

Energie ist auch für die Mobilität notwendig, insbesondere die stetig wachsende Elektromobilität: Bezogen auf Personenkraftwagen wird die Fahrzeugflotte weltweit zunehmend elektrifiziert. Noch liegt der Anteil der reinen Stromer bei nur 0,5%, bis 2030 wird er sich laut einer Prognose von BNEF (Bloomberg) auf über 6% vervielfachen. Gerade für die Batterieproduktion sind Kobalt, Lithium, Nickel und weitere Metalle essenziell.

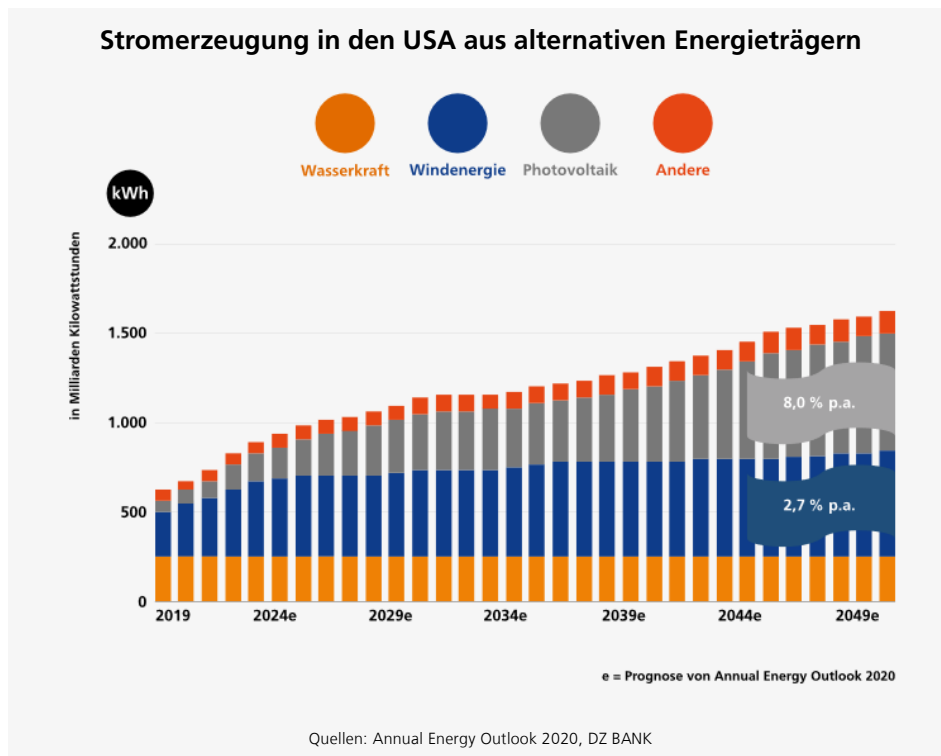


Zudem hängt der Rohstoffbedarf bei der Produktion eines Elektrofahrzeugs stark von der Batteriegröße ab: Unterstellt man eine Leistung von 53 kWh, sind durchschnittlich allein 84 Kilogramm Kupfer verbaut – 60 Kilogramm mehr als in einem Verbrenner. Eine weitere Achillesferse der E-Mobilität ist die Ladesäulen-Infrastruktur, die zukünftig deutlich ausgebaut werden muss. Auch dabei ist das Strom- und Infrastrukturmetall Kupfer wesentlich. Gleichzeitig werden die meisten Elektrofahrzeuge immer smarter: von Fahrassistenzsystemen über Einparkhilfen bis hin zum autonomen Fahren. Dafür ist eine weitreichende digitale Vernetzung vonnöten. Insbesondere für das autonome Fahren werden große Datenmengen benötigt. Digitalisierung und E-Mobilität sind also eng miteinander verwoben.

Zwar wird der Anteil der Stromer deutlich zulegen, allerdings werden die Verbrenner nicht verschwinden. Sie werden aber allein schon wegen strengerer Abgasvorschriften in China und Indien wesentlich emissionsärmer – also sauberer. Um dies zu erreichen, werden verstärkt Abgasreinigungsanlagen eingesetzt. Deren Wirkung wiederum beruht auf dem Einsatz sogenannter Katalysatorenstoffe, meist Metalle wie Platin, Palladium oder Rhodium.

### Stromversorgung wird grüner

Der Betrieb von neuen Rechenzentren und die zunehmende Elektrifizierung der globalen Fahrzeugflotte erhöhen den zukünftigen Strombedarf. Im aktuellen Strom-Mix der Welt ist weiterhin Kohle der wichtigste Energieträger. Das fossile Urgestein wird jedoch an Relevanz verlieren müssen, damit die Pariser Klimaziele eingehalten werden können. Gemäß diesen darf die Erderwärmung einen Zielwert von 1,5 Grad Celsius über dem vorindustriellen Niveau nicht überschreiten. Da dies vornehmlich über CO<sub>2</sub>-Einsparungen erzielt werden kann, werden alternative, emissionsfreie Energieträger eine tragende Rolle einnehmen. In den USA werden aktuell etwa 22% des erzeugten Stromes aus Kohle gewonnen. Dieser Anteil wird bis 2030 auf etwa 17% schrumpfen. Laut Angaben der Internationalen Energiebehörde (IEA) werden die alternativen Energieträger durchschnittlich um 3,2% pro Jahr wachsen. Besonders kräftig fällt der Anstieg bei der Solar- und Windenergie mit 8,0% respektive 2,7% aus.



Dabei ist auch mit Unterstützung vonseiten der Politik zu rechnen. Denn unter dem neuen US-Präsidenten Biden werden ökologische Themen wieder wichtiger. Dies dürfte den Trend in Richtung klimafreundlicher Stromquellen intensivieren. Eine ähnliche Entwicklung kann auch in den anderen Industrieländern unterstellt werden. In der Zukunft wird sich das Augenmerk also besonders auf die Sonnen- und Windenergie richten. Allerdings benötigen beide Energiequellen zur Gewinnung einer Kilowattstunde mehr als das Doppelte an Kupfer für die Infrastruktur als Kohle. So sind in einer 3-Megawatt-Windanlage etwa 4,7 Tonnen Kupfer, 3 Tonnen Aluminium und 2 Tonnen seltene Erden verbaut. Bei einem Solarpanel mit einer Leistung von 1 Megawatt ist noch mehr notwendig: 19 Tonnen Aluminium und 7 Tonnen Kupfer.

### Goldene Zeiten für Kupfer

Die drei Megatrends übersetzen sich in eine zügig steigende Metallnachfrage, was einer Niveauverschiebung nach oben gleicht. Da das Angebot nicht vollumfänglich mit diesem Tempo Schritt halten kann, wird es knapp, sodass Nachfrageüberhänge drohen. Damit bleibt die fundamentale Ausgangslage intakt und die Preise sollten in den nächsten Jahren steigen. 2021 wird sich der Kupfermarkt in ein Marktdefizit begeben und dort auch über die nächsten Jahre verharren – gute Zeiten für das rote Metall.

# Diogenes – ein lupenreiner Demokrat?

## 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.**

Diogenes wird in diesen Zeiten oft angesprochen wegen, nun ja, Corona natürlich, aber gleich danach kommen die Vereinigten Staaten von Amerika. Diogenes stamme doch aus der „Wiege der Demokratie“ und müsse das alles ganz furchtbar finden, was dort in den Wochen vor und auch nach dem Wahltag passiert ist.

Nun, die Wiege der Demokratie, wie man sie heute versteht, waren eher die Vereinigten Staaten selbst. Im antiken Attika war das Grundprinzip zwar vorhanden, aber es fehlte viel. Beispielsweise waren etwa drei Viertel der Bevölkerung – Frauen, Sklaven und breit definierte „Fremde“ – vom aktiven und passiven Wahlrecht ausgeschlossen. Nicht sonderlich demokratisch war es auch, dass die Athener Polis sich im Attischen Reich von Anfang an die Führungsrolle sicherte und die anderen Landesteile mehr oder weniger wie Kolonien behandelte. Innerhalb der Volksversammlung ging es allerdings geradezu basisdemokratisch zu. Schon damals wurde kritisiert, dass das Land von ungebildeten Leuten regiert werde, die leicht von Demagogen – das Wort wurde damals schon viel verwendet – verführbar waren und unvernünftige Beschlüsse fassten. Auf die Idee der Gewaltenteilung, bei der die verschiedenen Machtinstanzen sich gegenseitig kontrollieren, war zwar schon mein Kollege Aristoteles gekommen, aber die Athener setzten sie nicht um.

Auch in den USA waren anfangs Sklaven und Schwarze von den Bürgerrechten ausgenommen, aber das ist inzwischen behoben. Wichtig ist, dass die Gewaltenteilung hier von den Gründervätern erstmals konsequent umgesetzt wurde. Andererseits erweisen sich manche noch aus der Gründerzeit geltenden Regeln immer wieder als problematisch – vor allem, dass der Präsident nicht vom Volk oder vom Parlament, sondern von einem Wahlmännnergremium bestimmt wird und dass die Einzelstaaten die Hoheit über Wahlrecht und Wahlprozeduren behalten.

Was sind eigentlich die Kriterien für eine gute Regierungsform? Diogenes hält es da am ehesten mit einem sehr jungen Denker, nämlich Winston Churchill. Der meinte, die Demokratie sei eine schlechte Regierungsform, aber immer noch besser als alle anderen, die im Lauf der Zeit ausprobiert wurden. Diogenes

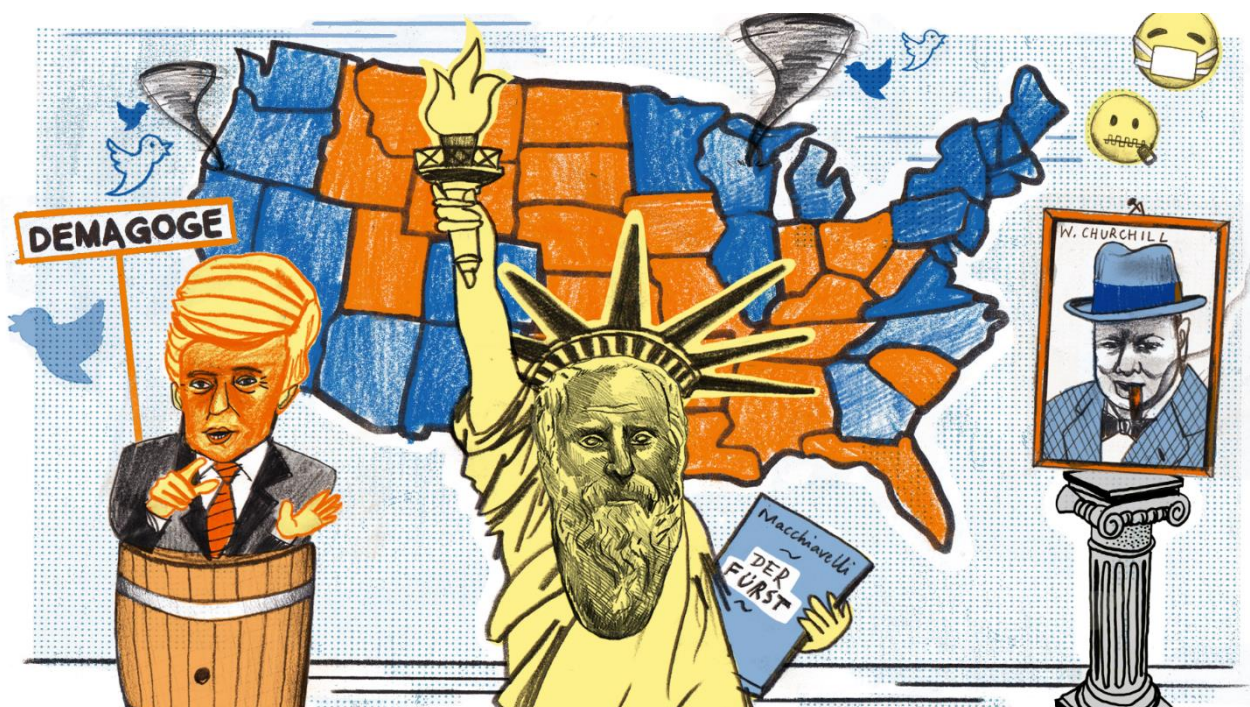
führt den Gedanken einmal fort: Ganz schlecht ist eine Regierungsform, die es nicht schafft, einen Machtwechsel ohne Blutvergießen abzuwickeln. Besser wäre eine, in der ein Übergang ganz ohne Gewalt und ohne Einschaltung von Gerichten funktioniert. Noch besser: auch ohne schädliche Auswirkungen auf das Leben der Menschen und auf die Wirtschaft. Und ganz ideal: wenn dabei Stil und Anstand gewahrt bleiben und die Menschen nicht gegeneinander aufgehetzt werden.

Diogenes ist sich nicht sicher, welche dieser Anforderungen im antiken Athen erfüllt war. Er interessierte sich damals nicht so sehr dafür, denn als Sohn von Einwanderern (aus Nordgriechenland) durfte er ja nicht wählen. Bestimmt wurde auch gelogen und gehetzt. Aber wer lügen und hetzen wollte, hatte dafür keine Medien – noch nicht mal ein Mikrofon. Er musste sich eben auf den Marktplatz stellen und zu den Menschen sprechen.

In den USA ist jetzt wieder sichtbar geworden, wie lückenhaft die Wahlprozeduren und wie zersplittert und teilweise archaisch das Wahlrecht ist. So kann der Machtwechsel lange im Ungewissen bleiben, was mehr böses Blut schafft. Immerhin gab es keine Gewaltausbrüche – jedenfalls nicht mehr als an ganz normalen Tagen. Der Wirtschaft geht es zwar nicht so gut, dafür ist aber in erster Linie die Corona-Pandemie verantwortlich. Stil und Anstand – nun ja – die lassen sich heute überall schwer bewahren, wo jeder, der lügen und hetzen will, in Massenmedien und sogenannten sozialen Netzwerken reichlich Gelegenheit dazu hat.

Diogenes malt nicht gerne schwarz-weiß, sondern gibt lieber noch ein paar Lesetipps: Die antike Philosophie hat zu Diogenes' Bedauern bei dem Thema nicht viel zu bieten. Lesenswerter sind da Alexis de Tocqueville, „Demokratie in Amerika“ von 1836 und natürlich immer Macchiavellis „Der Fürst“ von 1513. Und als Spezial-Tipp dann noch „American Psycho“ von Bret Easton Ellis, 1991.

Der letzten Buchempfehlung können Sie wohl entnehmen, was Diogenes von Donald Trump hält. Entsprechend erfreut ist er über den Wahlausgang, und er sieht mit Hoffnung auf die nächsten vier Jahre. Es wird aber schwierig für die neue Regierung, nach dem Schaden, den der Noch-Präsident angerichtet hat. Und ernüchternd ist, dass die glorreiche amerikanische Verfassung ihn nicht daran hindern konnte. Gut, dass hierzulande so etwas kaum passieren könnte. Diogenes weiß zu schätzen, dass das mit der Demokratie in Deutschland doch ganz gut läuft – vielleicht nicht mit sehr viel Stil, aber meistens gesittet.



# Hinweise

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

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

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

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



# Impressum

## Herausgeber

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

## Vertreten durch den Vorstand

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

## Sitz der Gesellschaft

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

## Aufsicht

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

## Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

## Sicherungseinrichtungen

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

## Verantwortlich für den Inhalt

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

Stand: 9. Dezember 2020

## I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.  
**Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen** für **bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2** Die **Pflichtangaben** für **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
  - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

### 4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

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

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **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](http://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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.

6.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

**Sonstige Research-Informationen** der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** 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](http://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.