

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#2
Juni 2022



Zeitenwende am Zinsmarkt

Welche Auswirkungen haben höhere Inflationsraten und Zinsanstieg?

Inhalt

AUSGABE #2 / 2022



IM FOKUS

Zeitenwende am Zinsmarkt

Welche Auswirkungen haben höhere Inflationsraten und Zinsanstieg?

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Dem Risiko trotzen

Aktien und Gold bleiben attraktiv

Seite 9



ANLAGESTRATEGIE

Der Mix macht die Musik

Steigende Zinsen drücken auf Vermögenswerte –
Anleihen wieder gefragt

Seite 12



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Herausforderung Eigenheim

Wie Zinsen und Baustoffkrise
den Immobilienmarkt stressen

Seite 15



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 19



WUSSTEN SIE SCHON?
Wiedersehen macht Freude

Wie die Inflation Anleihen
wieder schmackhaft macht

Seite 24



WAS IST EIGENTLICH
Ironie am Aktienmarkt

Warum in der aktuellen Krise vor allem
die sicheren Häfen leiden

Seite 27



THINK-TANK
Kein Gegenwind für Gold

Trotz steigender Zinsen kann das Edelmetall glänzen

Seite 30



GLOSSE
Vom Blühen und Gedeihen

Diogenes und die Wachstumsfreuden

Seite 33

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 35

Zinsanstieg - und was nun?

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

nach einer etwa dreijährigen Leidenszeit mit Strafzinsen für die deutschen Sparer hat die Europäische Zentralbank nun endlich das Ruder herumgerissen. Mehr noch: Sie hat sich vor dem Hintergrund der rekordhohen Inflationsraten sogar schon relativ konkret festgelegt, wie es mit der Geldpolitik und den Zinsen in den kommenden Monaten weitergehen wird. EZB-Präsidentin Lagarde hat einen Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm APP für Anfang Juli und eine erste Zinserhöhung für die nächste Ratssitzung am 21. Juli in Aussicht gestellt. Im September soll dann die Phase der Negativzinsen mit einer weiteren Zinsanhebung bis auf Weiteres beendet werden.

Am Rentenmarkt wurde diese Wende in der Geldpolitik schon weitgehend vorweggenommen. Die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen pendeln seit einigen Wochen um die 1%-Marke, nachdem sie seit Mai 2019 im Negativbereich vor sich hindümpelten. Gestiegene Kapitalmarktrenditen haben sich auch bereits in deutlich erhöhten Kreditzinsen, insbesondere für Hypotheken, niedergeschlagen. Um so mehr sind die merklich höheren Refinanzierungskosten derzeit – neben den steigenden Materialkosten und dem anhaltenden Fachkräftemangel – ein wichtiger Belastungsfaktor für den Immobilienmarkt.

Für die Sparer bedeutet das Ende der Negativzinsen zunächst einmal eine Rückkehr in die „Normalität“ einer positiven Verzinsung des Geldvermögens. Dennoch ist auch diese Transformation unter den Bedingungen eines ausgesprochen schwierigen Umfelds nicht ohne Herausforderungen. Deshalb schauen wir genauer hin und beleuchten die Folgen dieser „Zeitenwende am Zinsmarkt“ für Sie: Wie wird sich die Zinswende auf den verschiedenen Anlagemärkten auswirken? Was ist etwa für Aktien, Gold und Immobilien zu erwarten? Sind Bank- oder Unternehmensanleihen auf dem aktuellen Niveau wieder eine lohnende Anlage? Diesen und weiteren Fragen sind unsere Experten aus dem Research der DZ BANK in unserem aktuellen FRIEDRICH nachgegangen.

Wir wünschen eine interessante Lektüre!

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



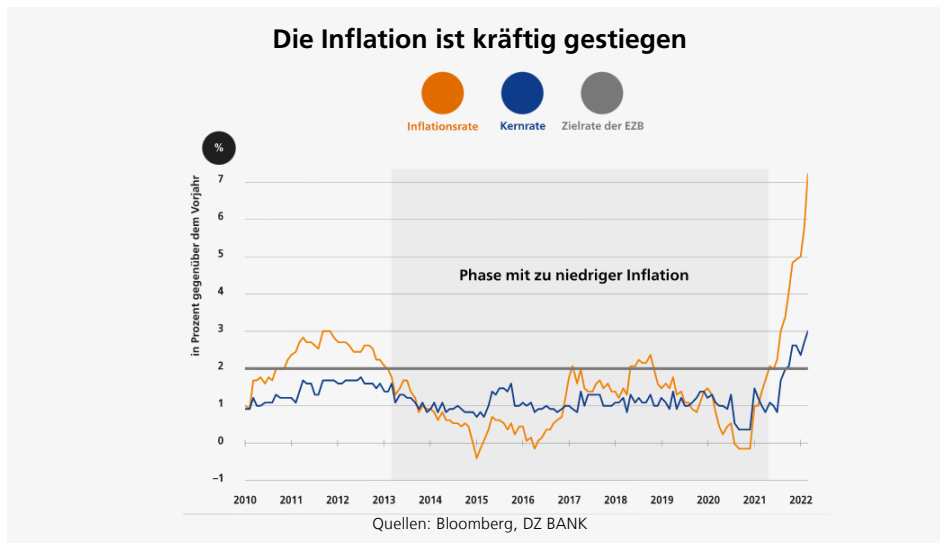
IM FOKUS

Birgit Henseler, Analystin

In der zurückliegenden Dekade galt das Mantra: Die Zinsen werden sehr niedrig bleiben. Bei deutschen Staatsanleihen waren lange Zeit Negativrenditen zu beobachten. Ein Grund dafür war die sehr expansive Geldpolitik der EZB, die nicht zuletzt durch geringe Inflationsraten möglich war. Nun steigt aber die Inflation. Und die Zeitenwende am Zinsmarkt hat eingesetzt.

Goodbye Negativzinsen – willkommen Positivzinsen! In den zurückliegenden Wochen sind die Zinsen sprunghaft angestiegen und haben die Negativverzinsung hinter sich gelassen. Diese Entwicklung wird gewiss als historische Zeitenwende in die Geschichte der Finanzmärkte eingehen. Noch im Dezember 2021 lag die Rendite der Bundeswertpapiere mit zehnjähriger Laufzeit bei minus 0,4%, deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zwei Jahren rentierten bei etwa minus 0,7%. Diesen Renditeniveaus ging eine jahrzehntelange Phase von deutlich sinkenden Anleiherenditen voraus. Die Hauptgründe für diese Entwicklung waren die im Trend sehr niedrigen Inflationsraten der vergangenen zehn Jahre sowie eine ultraexpansive Geldpolitik mit negativen Leitzinsen (Einlagesatz). Inflationsgefahren sah man in den zurückliegenden Jahren nicht. Eher das Gegenteil: Am Rentenmarkt wurde darüber philosophiert, ob die Inflation tot sei. Mangels Zinsen bei den sicheren Staatsanleihen floss vermehrt Geld in andere Bereiche am Finanzmarkt.

Doch die Inflation ist beileibe nicht tot, sondern hat sich knallhart zurückgemeldet. Die Verbraucherpreise sind im April 2022 um 7,4% gegenüber dem Vorjahr angestiegen, so hoch, wie noch nie im europäischen Währungsraum. Die Kernrate, die die Inflation ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Lebensmittel misst, liegt bei 3,5%. Seit Monaten ist nun schon das mittelfristige Ziel der EZB von 2% überschritten. Je länger die Geldentwertung durch die Inflation andauert, desto eher muss ein langanhaltender hoher Preisdruck befürchtet werden. Ein sich beschleunigender allgemeiner Preisauftrieb eröffnet zudem die Gefahr für Zweitrundeneffekte, für starke Lohnerhöhungen und damit für einen breit basierten Inflationsanstieg. Hierauf muss die Notenbank zweifelsohne frühzeitig reagieren. Die Jahre eines inflationsfreien moderaten Wachstums bei einer ultraexpansiven Geldpolitik neigen sich dem Ende zu.

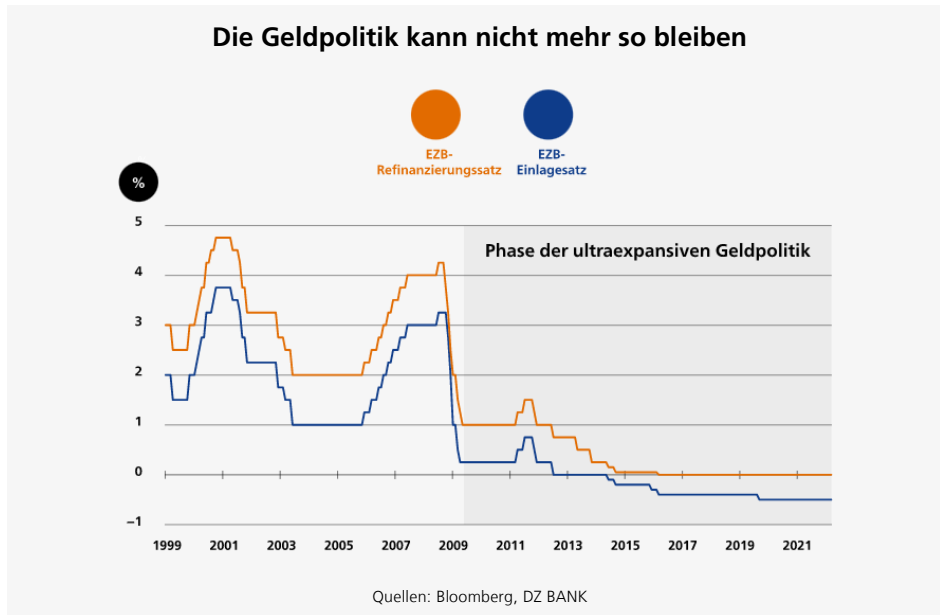


Weniger expansive Geldpolitik hinterlässt Spuren am Rentenmarkt

Unseres Erachtens endet die momentan extrem expansive Geldpolitik schon bald – die geldpolitische Ausrichtung der EZB wird seit mehr als zehn Jahren wieder restriktiver. So dürfte die EZB zu Beginn des dritten Quartals 2022 die Anleihekäufe gänzlich beenden – nach sieben Jahren mit nahezu ununterbrochenen Käufen von Wertpapieren. Wenn Anfang Juli die Nettoanleihekäufe eingestellt werden, hat die EZB die Möglichkeit, die Leitzinsen wieder anzuheben. Die tatsächliche geldpolitische Wende, also eine erste Leitzinserhöhung, erwarten wir im Juli. Das Ausmaß und die Auswirkungen einer möglichen weniger expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zählen derzeit zu den wichtigsten Themen an den internationalen Finanzmärkten.

Was das Ausmaß betrifft, so dürften die Währungshüter in diesem Jahr mehrere Zinserhöhungen vornehmen. Wir rechnen mit insgesamt vier Anhebungen des Einlagesatzes und drei Erhöhungen des Hauptrefinanzierungssatzes. Da der Preisdruck auch im Jahr 2023 deutlich oberhalb des Ziels der EZB erwartet wird, sollte die Notenbank Anfang 2023 den in diesem Jahr eingeleiteten Zinserhöhungszyklus weiter fortsetzen. Auf Sicht von zwölf Monaten würde der Hauptrefinanzierungssatz unseres Erachtens dann bei 1,0% stehen und damit so hoch wie seit zehn Jahren nicht mehr. Doch wie stark wird die EZB darüber hinaus die Leitzinsen anheben? Bei welchem Niveau wird der Höhepunkt der Leitzinsen erreicht? Insbesondere in den ersten zehn Jahren der jungen Vergangenheit der EZB, also von 1999 bis 2010, ging ein Zinserhöhungszyklus durchaus auch mal bis auf ein Niveau von über 4%. In der nun bald startenden Phase einer restriktiveren Geldpolitik dürfte das Zinserhöhungspotenzial jedoch recht schnell ausgeschöpft sein. Von der EZB befragte Marktbeobachter rechnen im Median lediglich mit einem Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) von 1,50% bis 2026.

Wir gehen ebenfalls davon aus, dass die Leitzinsen in diesem Zyklus nicht kräftig angehoben werden. Hierfür gibt es verschiedene Gründe: So erwarten wir zwar in diesem und im kommenden Jahr eine stärkere Lohndynamik als in der Vergangenheit. Jedoch sollte der Anstieg nicht so hoch ausfallen, dass sich eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale in Gang setzt. Außerdem beruht die hohe Inflation auf Faktoren, die sich mittelfristig wieder legen sollten, aber nicht gänzlich verschwinden. So sind die Inflationsraten aufgrund des Ukraine-Kriegs sowie den damit einhergehenden Sanktionen gegen Russland gestiegen, weil hierdurch die Rohstoffknappheit verschärft wurde. Zusätzlich behindern die strengen Corona-Abriegelungen von ganzen Städten in China die ohnehin angeschlagenen globalen Lieferketten. Die Geldpolitik ist nicht in der Lage, die unmittelbaren Ursachen dieser Art von Inflation zu bekämpfen. Mit moderaten Leitzinserhöhungen hat die EZB aber sehr wohl die Möglichkeit, einen Anstieg der Inflationserwartungen und damit eine Spirale von steigenden Preisen zu bekämpfen. Die Ausrichtung der EZB wird damit nicht deutlich restriktiv. Die Geldpolitik verbleibt auf einem neutralen Niveau, bei dem die Wirtschaft weder massiv unterstützt noch deutlich gebremst wird.



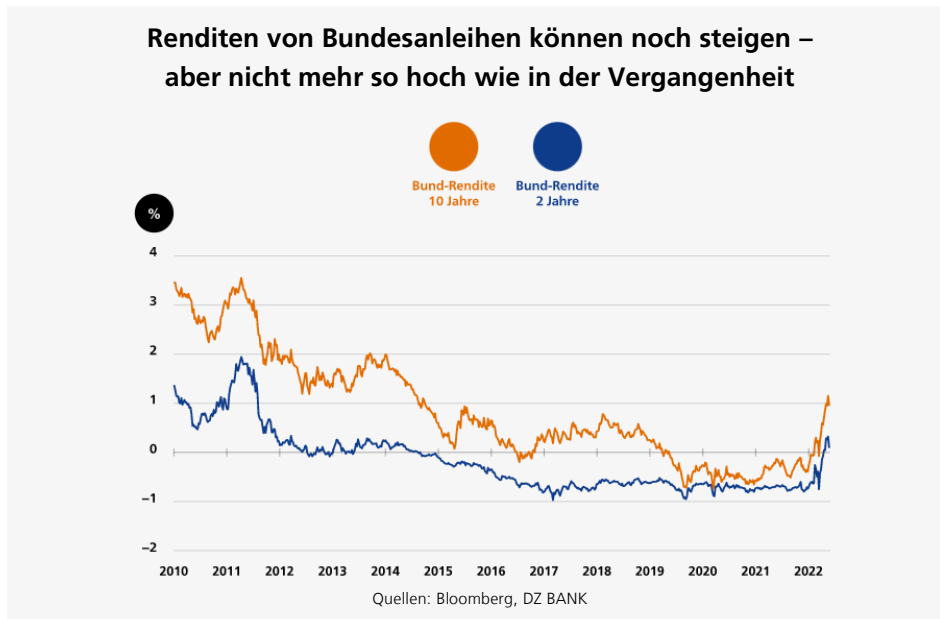
Deutlicher Renditeanstieg

Unter dem Einfluss der rasant gestiegenen Inflation, der baldigen Beendigung der Anleihekäufe seitens der EZB sowie der in Aussicht gestellten geldpolitischen Wende haben die Renditen kräftig zugelegt. Anleger mussten bis vor ein paar Wochen für eine zehnjährige Investition in Bundesanleihen im wahrsten Sinne draufzahlen, da die Rendite negativ war. Nun ist wieder eine positive Rendite in Höhe von rund 1% zu verdienen. Dabei gibt es jedoch einiges zu bedenken: Zum Beispiel wird eine Anleihe Kursverluste aufweisen, wenn sich der Renditeanstieg weiter fortsetzt. Wir rechnen auf Sicht eines Jahres mit nochmals höheren Renditen. So wird ein schärferer Restriktionsgrad der EZB Spuren beim allgemeinen Renditeniveau hinterlassen. In der Vergangenheit sind bei nahezu jedem Zinserhöhungszyklus die Renditen über die gesamte Kurve angestiegen. Daher können Kursverluste auch bei diesem Zinserhöhungszyklus nicht ausgeschlossen werden. Da die EZB aber keinen restriktiven Kurs einschlagen und die Leitzinsen nicht mehr bis auf 4% anheben sollte, dürften sich die kommenden Renditeanstiege in Grenzen halten. Wir rechnen nach dem jüngst gesehenen Ausverkauf nicht mehr mit kräftigen Renditeanstiegen. Auf Sicht der kommenden zwölf Monate dürfte die zehnjährige Bund-Rendite jedoch nochmals bis in den Bereich von 1,30% aufwärts tendieren.

Außerdem sollten sich Anleger die Realrendite anschauen. Diese setzt sich zusammen aus der Nominalrendite abzüglich der Inflation. Verdient ein Anleger mit einer Bundesanleihe (Laufzeit: zehn Jahre) derzeit 1% Rendite pro Jahr und wird hiervon eine Inflation von 7% abgezogen, steht real ein Verlust von 6% zu Buche. Wir gehen zwar davon aus, dass die Inflation nicht mehr so niedrig ausfällt wie in den Zeiten vor der Pandemie. Dennoch sollte die Teuerung in den kommenden Monaten wieder nachlassen. Längerfristig könnten Inflationsraten von leicht über 2% wieder normal sein.

EZB muss gegensteuern

Die höhere Inflation ist gekommen, um zu bleiben. Zwar sollte der Preisdruck in den kommenden Monaten wieder nachlassen, jedoch kaum mehr unter das EZB-Ziel von 2% fallen. Vor diesem Hintergrund kann die Geldpolitik der EZB auch nicht mehr so expansiv bleiben wie in den zurückliegenden zehn Jahren. Diese Zeitenwende haben die Marktteilnehmer in den letzten Monaten in den Kursen vorweggenommen, sodass die Renditen kräftig gestiegen sind. Mit einer Verringerung des geldpolitischen Expansionsgrades dürfte sich der Renditeanstieg fortsetzen, wenngleich nicht mehr in der zuletzt gesehenen Dynamik.





MARKTPERSPEKTIVE

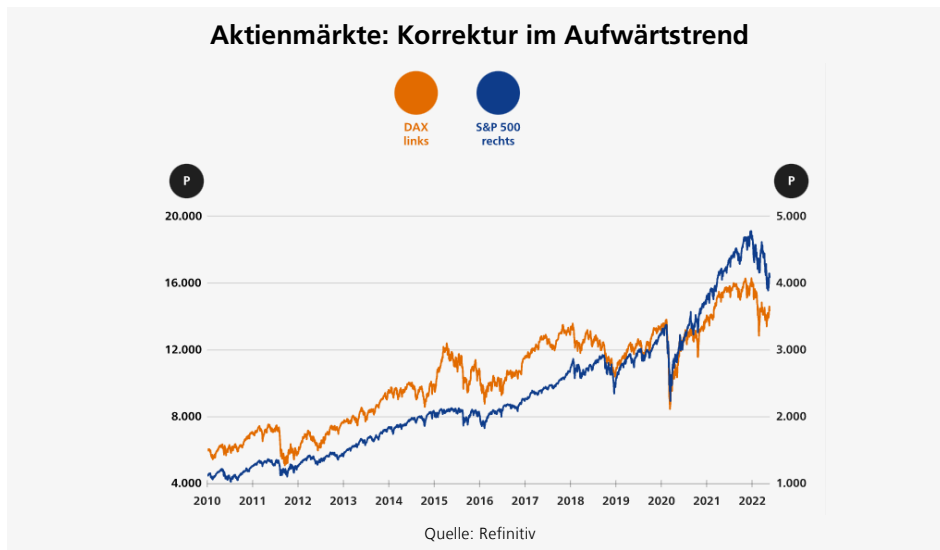
Christoph Müller, Analyst

Lockdowns in China, Ukraine-Krieg und US-Zinswende bergen offensichtliche Konjunkturrisiken, die bisher bei den Gewinnerwartungen der Unternehmen ausgeblendet wurden. Wir tragen diesen Gefahren Rechnung und passen die Indexprognosen an, jedoch ohne pessimistisch zu werden.

Die Liste der Unwägbarkeiten, mit der sich die Aktienmärkte konfrontiert sehen, ist auch im zweiten Quartal 2022 nicht kürzer geworden. Der nun über drei Monate andauernde Ukraine-Krieg belastet vor allem die europäische Wirtschaft. Zudem sorgt er für einen hohen Druck auf die Preise, da die ohnehin angespannten Lieferketten weiter gestresst werden und Angebotsengpässe insbesondere bei Energieträgern sowie Agrarrohstoffen auftreten. Die deutlich über das Inflationsziel der EZB, aber auch der Fed gestiegene Teuerungsrate ruft nun die Notenbanken auf den Plan. Während die US-Notenbank bereits ihren im März begonnenen Zinserhöhungszyklus im Mai fortgesetzt hat und ihn weiter ausbauen wird, steht ein erster Zinsschritt der EZB wohl im Juli an. Im Zusammenhang mit den aufgekommenen Zinsängsten war bis in die ersten Mai-Wochen ein Ausverkauf am Rentenmarkt zu beobachten. Dieser belastete zeitweise die Aktienindizes, vor allem die bis dato teils noch ambitioniert bewerteten US-Tech-Aktien. Hinzu kamen zumeist negative Vorgaben aus China. Dort sorgten die Lockdowns in Metropolen wie Schanghai für eine abgebremste Wirtschaftsaktivität.

Unternehmensgewinne dennoch sehr solide

Entgegen allen Erwartungen haben sich die Gewinne beziehungsweise Erwartungen der Unternehmen im laufenden Jahr über Regionen und Sektoren hinweg insgesamt als sehr robust erwiesen. Dies dürfte zum einen an der unterschätzten Preissetzungskraft der großen gelisteten Aktiengesellschaften liegen. Zum anderen belegen insbesondere die positiven Überraschungen in der laufenden Berichtssaison erneut einen übertriebenen Pessimismus bezüglich der Konjunkturrisiken. In den USA übertrafen die berichteten Gewinne für das erste Quartal 2022 die Erwartungen um 7,2%, in Europa waren es sogar 11,1%.



Der risikobehaftete Blick nach vorn

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Lieferengpässe, der hohen Rohstoffpreise und des Nachfragerückgangs in China sind bereits durch harte Daten belegt. Daher stellt sich nicht die Frage nach dem Ob, sondern wann und wie stark dies die Unternehmensgewinne belastet. Zyklische Branchen und Märkte wie Europa, insbesondere der Exportweltmeister Deutschland, wären hiervon stärker betroffen als die USA mit ihrem starken Binnenmarkt. Schließlich werden in China über ein Drittel der deutschen Autos gekauft. Die von der Fed angekündigte Liquiditätsverknappung im Zuge der Inflationsbekämpfung erschwert die Finanzierungsbedingungen der US-Unternehmen und lässt Anleiherenditen stark ansteigen. Denn die Liquiditätsverknappung könnte die US-Realwirtschaft belasten und das US-Wachstum abwürgen. Obwohl wir hiervon nicht ausgehen, könnte dieses Risiko sowohl in den US-amerikanischen als auch in den europäischen Gewinnerwartungen im weiteren Jahresverlauf zunehmend antizipiert werden. Wir tragen diesen Risiken Rechnung und erwarten den DAX Ende Dezember bei 14.500 Punkten, den Euro Stoxx 50 sehen wir zum Jahresultimo 2022 bei 3.850 Zählern. Da bei Eintreten einer deutlichen Verbesserung der Krisenherde ein Aufschwung folgt, gehen wir auf Jahressicht von weiter steigenden Aktienmarktnotierungen aus und halten Aktien somit weiterhin für attraktiv.

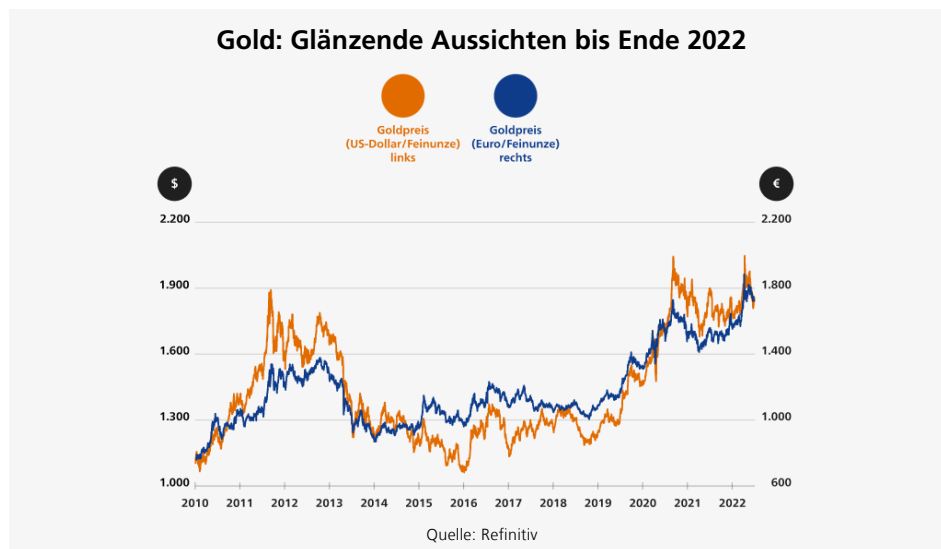
DZ BANK Index-Prognosen

| | Index | 31.12.2022 | 30.06.2023 |
|-------------|---------------|------------|------------|
| Europa | Euro Stoxx 50 | 3.850 | 4.150 |
| Deutschland | DAX | 14.500 | 15.700 |
| USA | S&P 500 | 4.000 | 4.200 |

Quelle: DZ BANK

Gold: Nach schwächeren Wochen wieder gut unterstützt

Ende April 2022 erreichte der Goldpreis noch Notierungen von über 1.900 US-Dollar je Feinunze, was angesichts des deutlichen Realzinsanstiegs und der Dollar-Stärke viele am Markt überraschte. Anschließend büßte er an Wert ein. Den Goldpreis unterstützt haben hingegen Aussagen des US-Notenbankpräsidenten Jerome Powell, wonach Zinserhöhungen im Umfang von 75 Basispunkten in den nächsten Monaten wohl nicht auf der Agenda stehen.



Nun rückt zunehmend in den Mittelpunkt, dass sich im Zuge des Ukraine-Kriegs die globale Konjunkturerholung eintrübt. Selbst in den USA nehmen die Diskussionen über eine harte Landung wegen des steilen Zinsanstiegs infolge der hohen Inflation zu. Vor diesem Hintergrund ist auch die aktuelle US-Dollar-Stärke nicht in Stein gemeißelt. Daher halten wir es für wahrscheinlich, dass der Goldpreis mit Blick auf das Jahresende 2022 weiter zulegt. Auch die zu erwartend robuste Investmentnachfrage sollte dem gelben Edelmetall zugute kommen.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

| | 31.12.2022 | 30.06.2023 |
|--------------------------------------|------------|------------|
| Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze) | 2.000 | 1.900 |
| Goldpreis in Euro (je Feinunze) | 1.870 | 1.725 |

Quelle: DZ BANK



Der Mix macht die Musik

Steigende Zinsen drücken auf Vermögenswerte – Anleihen wieder gefragter

ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Das Niveau der allgemeinen Zinssätze wirkt sich auf die Preise von Vermögenswerten aus wie die Schwerkraft auf Menschen: Je niedriger die Zinssätze, desto höher die Vermögenspreise und umgekehrt. Zusammen mit der Aussicht auf steigende Leitzinsen wird das Umfeld auf den Märkten für Immobilien, Aktien und Rohstoffe schwieriger.

Der Zusammenhang ist einfach: Sobald die Renditen an den Anleihemärkten steigen, entwickeln sich die Aktien schlechter. Denn steigende Zinsen bedeuten für die Unternehmen höhere Zinsaufwendungen und niedrigere Bewertungen in den Bewertungsmodellen, in denen bekanntlich zukünftige Cashflows diskontiert werden. Gleichzeitig gewinnen alternative Anlageklassen aus dem Anleihesektor an Attraktivität. Dieser Regimewechsel, weg von Aktien und hin zu Anleihen, ist in vollem Gange. Die wichtigsten Aktienmärkte der Welt befinden sich in einem Bärenmarkt und haben 20% oder mehr verloren. Vor allem Tech-Aktien hat es schwer erwischt.

Unterschiede zwischen der Dotcom-Blase und der heutigen Situation

Viele unrentable Technologieunternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 50 Mrd. Dollar erleben einen ähnlichen Bewertungsabsturz wie im Jahr 2000, aber aus fundamentaler Sicht gibt es nur wenige Parallelen zwischen der Dotcom-Blase und der heutigen Situation. Im Jahr 2000 steckte das Internet noch in den Kinderschuhen und niemand wusste, welche Geschäftsmodelle eines Tages funktionieren würden. Der Bau von Telekommunikationsanlagen, Rechenzentren und Software basierte nicht auf einer tatsächlichen Verbrauchsbasis, sondern wurde in Erwartung einer Nachfrage gebaut, die viel später als angenommen eintrat. Tatsächlich wurden so umfangreiche Telekommunikationskapazitäten aufgebaut, dass es 15 Jahre dauerte, bis die Menge an Glasfasern und optischen Komponenten, die im Boden verlegt wurden, absorbiert war.

Heute gibt es auf der Angebotsseite nicht mehr so viele Überkapazitäten. Das meiste wird auf Verbrauchsbasis verkauft, was bedeutet: Es gibt einen echten Markt für die Dienstleistungen und Produkte der Unternehmen. Dies ist ein Argument dafür, dass die Nasdaq-Kurse zwar weiter fallen können (und viele der kleineren Unternehmen scheitern und Konkurs anmelden), dass sich aber langfristig erhebliche Chancen ergeben können. Die großen US-Technologieunternehmen wie Microsoft, Amazon, Alphabet und Co. entwickeln

sich ohnehin gut. Für diese Unternehmen ist das anhaltende Wachstum in ihrem Kerngeschäft der wichtigste Treiber, nicht die Kapitalmarktzinsen. Aus diesem Grund halten wir auch im DZ BANK Asset Allocation Portfolio an der Nasdaq-Position fest.

Qualitätsunternehmen stabilisieren die Portfolios

Hinzu kommen auf der Aktienmarktebene die ertragsstarken Qualitätsunternehmen aus den Segmenten Finanzwerte oder defensive Konsumgüter, die erfahrungsgemäß mit einem Umfeld steigender Inflation und steigender Zinsen gut zurechtkommen sollten. Ein weiterer „Turbo“ für global breit gestreute Anleger sind Aktien aus dem Öl- und Gassektor. Diese verbuchen derzeit aufgrund der dauerhaft hohen Rohstoffpreise Rekordgewinne und stützen damit viele Portfolios. Aus diesen Gründen bleiben die Aussichten für breit diversifizierte Portfolios gut, wenn nicht sogar positiv, auch wenn die zu erzielenden Renditen in Zukunft geringer ausfallen dürften als in der Vergangenheit. Für Aktienanleger gilt außerdem, dass viele schlechte Nachrichten bereits eingepreist sind. Indizes wie der „normale“ DAX, also ohne Dividenden, befinden sich auf dem gleichen Kursniveau wie 2014/15 – sie haben sich also per saldo nicht bewegt. Für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont gibt es derzeit keinen Grund, bestehende Positionen zu schließen. Vielmehr sollten sich Anleger die Chance auf eine mögliche Trendwende an den Märkten und damit Kurschancen offen halten. Im DZ BANK Portfolio spiegeln wir diese Markteinschätzung mit Aktienpositionen in Banken, Öl- und Gaswerten sowie dem DAX wider.

Anleihen: Selektion (und Duration) als oberstes Gebot

Auch an den Anleihemärkten ist der Reiz der ständigen Wertsteigerung durch sinkende Zinsen verloren gegangen: Eine der großen Lehren der ersten fünf Monate des Jahres 2022 war, dass Anleihen keine wirklich sicheren Anlagen sind, sobald die Zinsen steigen. Die Kurse vieler Anleihen sind stärker gefallen als die vieler Aktien. Für „Neulinge“ in diesem Segment muss das nicht schlecht sein, denn auf der Anleihe-seite gibt es heute viel attraktivere Angebote als noch vor einigen Monaten. Anleger, die eine möglichst hohe Rendite erzielen wollen, sollten sich auf Anleihen mit einer vergleichsweise langen Restlaufzeit konzentrieren. Im Bereich der Unternehmens- und Bankanleihen lässt sich mit einer Investition in eine Anleihe mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren derzeit eine durchschnittliche Nominalrendite von rund 3% erzielen. Abzüglich der aktuellen Inflationsrate von 8,1% ergibt sich eine reale Rendite von minus 5,1%. Damit würden Anleger einen Kaufkraftverlust von gut 5% erleiden, wenn sie in eine Unternehmensanleihe mit einer vergleichsweise sehr langen Laufzeit investieren würden. Das Geld stattdessen auf einem unverzinslichen oder nur sehr gering verzinsten Konto zu belassen, würde einen Kaufkraftverlust von sogar knapp 8% bedeuten. Aus diesem Grund halten wir auch im Portfolio der DZ BANK weiterhin an Unternehmensanleihen fest.

Immobilien: Konsolidierung ja, aber wohl kein Markteinbruch

Seit 2010 haben sich die Preise für Häuser und Wohnungen verdoppelt. Das große Interesse am Immobilienkauf basiert auf attraktiven Finanzierungsbedingungen und der Flucht der Investoren vor negativen Renditen. Doch die steigenden Zinsen haben die Spielregeln auf dem Immobilienmarkt verändert: Die Zeichen stehen auf Beruhigung. Geringe Arbeitslosigkeit, mäßig verschuldete Privathaushalte und lange Zinsbindungsfristen mildern das Korrekturrisiko jedoch ab. Per saldo dürften die Preise deutlich langsamer steigen, jedoch nicht fallen. Das liegt daran, dass die schwächere Nachfrage auf ein knappes und zudem schrumpfendes Immobilienangebot trifft. Der Bau wird sich deutlich verteuern, und auch die Zahl der fertiggestellten Wohnungen könnte sinken. Eine große Belastung für den Immobilienmarkt könnte eine schwere Rezession oder ein Zinsanstieg sein, der deutlich über das bisherige, moderate Niveau hinausgeht. Beides ist jedoch aus heutiger Sicht weniger wahrscheinlich.

Gold kann auch bei steigenden Zinsen glänzen – derzeit aber wenig Potenzial

Für den Goldpreis sind die Realzinsen von Bedeutung, weniger die (nominalen) Leitzinsen. Allerdings spielen hier viele Faktoren eine Rolle, wie der US-Dollar und die allgemeine Wirtschaftsstärke der USA. Meist schwingt das Goldpendel zwischen den Extremen. Derzeit ist der Goldpreis neutral positioniert, bewegt

sich aber auf das Stagflations-Extrem zu – wegen der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg, der Konjunkturabschwächung in der Weltwirtschaft und der hohen Inflation. Selbst wenn sich die Inflation abschwächt, wird sie gegenüber den letzten zehn Jahren hoch bleiben. Wir sehen auch keine dauerhafte US-Dollar-Stärke, was die Abwärtsbewegungen beim Gold erklärt. So bleibt der fundamentale Gold-Ankerpreis stabil bei 1.900 US-Dollar pro Unze, also in unmittelbarer Nähe des aktuellen Spotpreises. Aufgrund des geringen Kurspotenzials nehmen wir Gold derzeit nicht in unsere Musterallokation auf.

Die Mischung im Portfolio macht's

Steigende Zinssätze setzen die Preise aller Vermögenswerte unter Druck. Dieser Druck dürfte so lange anhalten, bis die Inflation eingedämmt werden kann und sich die Aussichten auf eine stabilere wirtschaftliche Entwicklung verbessert haben. Bis dahin wird es noch einige Zeit dauern. Bei der Allokation von Vermögenswerten ist es schwierig, in diesem Umfeld kein Geld zu verlieren. Ohnehin frisst die hohe Inflation die Kaufkraft des Vermögens auf. Aktienanlagen werden weiterhin Abhilfe gegen den Kaufkraftverlust schaffen, dürften aber in Zukunft geringere Renditen abwerfen als in den vergangenen Jahren. Anleihen werden in Zukunft attraktiver werden, weil die Zinsen plötzlich wieder positiv sind. Sie bieten zwar keinen vollständigen Schutz vor den Belastungen der Inflation, sind aber jetzt attraktiver als noch vor einigen Monaten. Das Umfeld bleibt für Anleger schwierig, aber viele schlechte Nachrichten sind bereits in den Kursen eingepreist. Kommt es zu einer Wende bei einem der aktuellen Belastungsfaktoren (China/Covid, Lieferkettenengpässe, Russland-Ukraine-Krieg), ist mit einer deutlichen Erholung der Kurse zu rechnen. Davon können Anleger profitieren – mit einer geeigneten Allokation.



Herausforderung Eigenheim

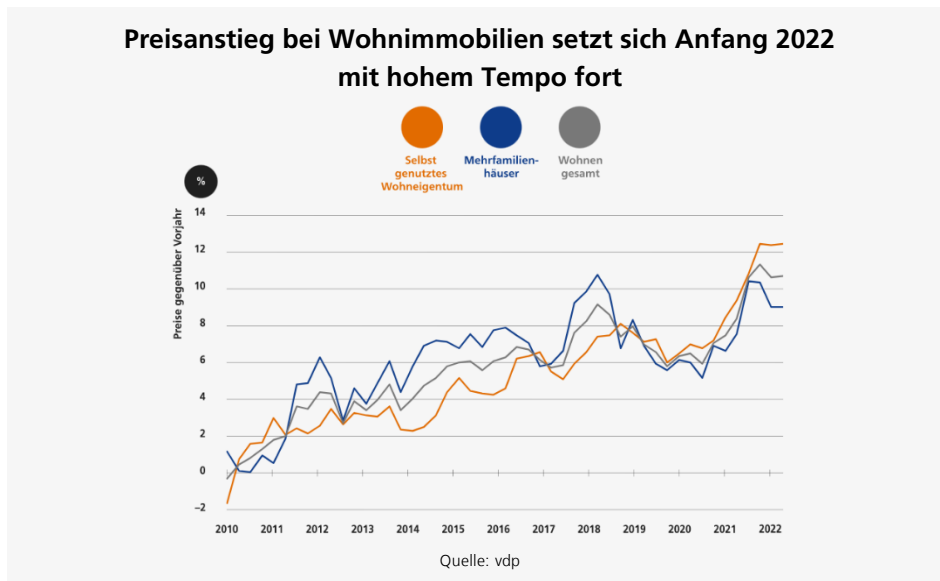
Wie Zinsen und Baustoffkrise den Immobilienmarkt stressen

RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Thorsten Lange, Economist

Bislang mussten Eigennutzer und Anleger meist lange nach einem geeigneten Objekt suchen und sich dann im Wettbewerb mit anderen Kaufinteressenten blitzschnell entscheiden. Jetzt wird der Kauf durch steigende Zinsen noch heikler. Ist das neue Haus noch bezahlbar? Rechnet sich das Wohninvestment überhaupt noch? Und brechen womöglich die Immobilienpreise ein?

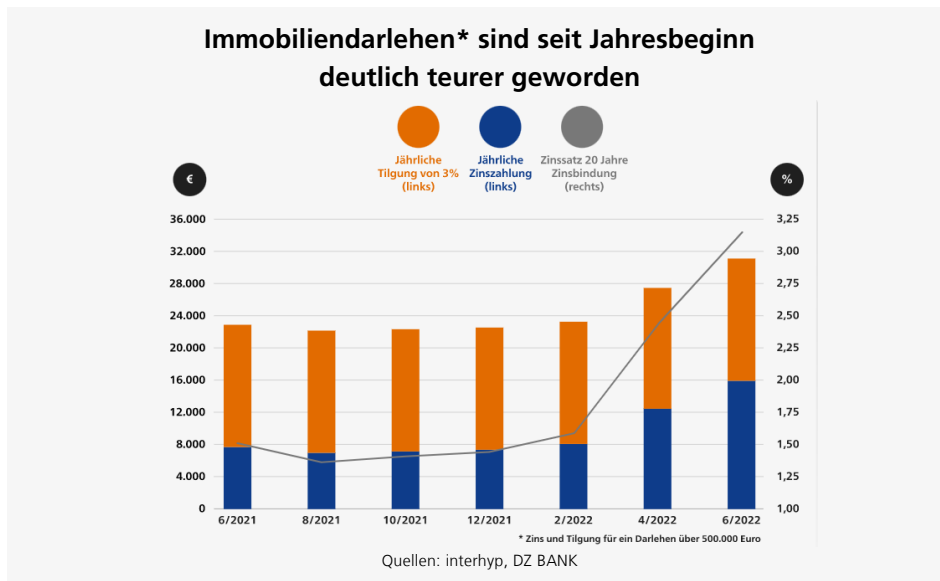
Die Preise für Häuser und Wohnungen haben sich seit 2010 gut verdoppelt. Attraktive Finanzierungsbedingungen und die Flucht der Anleger vor negativen Renditen haben das Interesse am Immobilienkauf erheblich vergrößert. Da lange Zeit zu wenig gebaut wurde, wirkte sich das geringe Immobilienangebot ebenfalls preistreibend aus. In der Pandemie zogen die Preise durch weiter rückläufige Zinsen und den Wunsch nach einem geräumigen Zuhause mit Garten noch schneller an. 2021 verteuerten sich Wohnimmobilien um mehr als 10% gegenüber dem Vorjahr. Auch im ersten Quartal 2022 hielt das hohe Preistempo praktisch unverändert an. Fortsetzen dürfte sich die Entwicklung aber nicht. Auf die hohe Inflation haben die Zinsen und Renditen mit einem markanten Anstieg reagiert. Seit Jahresbeginn hat sich der Zinssatz für eine Hypothek mit 20-jähriger Zinsbindung auf über 3% (Stand: Anfang Juni) verdoppelt und erschwert damit die Immobilienfinanzierung. Doch nicht nur schlechtere Kreditkonditionen verursachen Stress am Immobilienmarkt. Auch hohe Energiepreise sowie fehlende und teure Baustoffe tragen dazu bei.



Die Rechnung geht nicht mehr auf

Bislang fiel es Eigenheimkäufern dank niedriger Zinsen meist leicht, sich für den Kauf zu entscheiden. Trotz stark gestiegener Immobilienpreise blieben die Darlehensraten und damit die Belastung des Familieneinkommens moderat. Zudem war die Darlehensrate oft kaum höher als die Miete einer vergleichbaren Immobilie. So konnten Käufer mit der Zeit ohne hohen Mehraufwand ein erhebliches Vermögen aufbauen. Nun wirft allerdings der Zinsanstieg von mehr als 1,5 Prozentpunkten seit Jahresbeginn die Kalkulation von Eigennutzern über den Haufen. Das Beispiel Reihenhauskauf veranschaulicht die höhere Belastung. Im bundesweiten Städtedurchschnitt ist inzwischen mehr als eine halbe Mio. Euro für den Kauf erforderlich. Durch den Zinsanstieg hat sich die jährliche Kreditrate gegenüber dem Vertragsabschluss im vergangenen Dezember um mehr als 8.000 Euro erhöht.

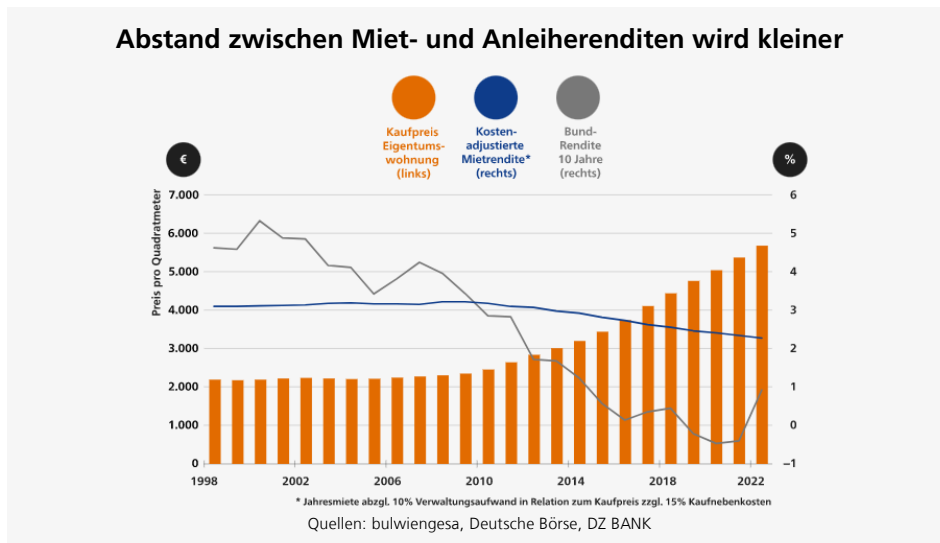
Damit scheitert mancher Kaufinteressent nicht mehr nur an der Eigenkapitalhürde, sondern zunehmend auch an der Höhe der Kreditrate. Mieten ist meist wieder günstiger als Kaufen. Der verbreitete Wunsch nach einer eigenen Immobilie dürfte dennoch fortbestehen. Ein Ausweg sind günstigere Immobilien: Wird das Darlehen von der halben Million auf 365.000 Euro reduziert, geht die Kreditrate etwa auf das Niveau vor dem Zinsanstieg zurück. Damit werden kleinere, ältere oder weiter im Umland gelegene Immobilien interessanter, die mit niedrigeren Kaufpreisen besser in den geschrumpften Finanzrahmen der Käufer passen. Käufer mit hohem Eigenkapital belastet der Zinsanstieg aufgrund ihres geringeren Finanzierungsbedarfs weniger. Sie profitieren womöglich davon, dass weniger Käufer um das knappe Immobilienangebot konkurrieren. Eine höhere Inflation ist günstig für Immobilienkäufer, weil Kredite genauso wie Sparguthaben real entwertet werden. Schneller steigende Einkommen mildern die relative Kreditbelastung.



Renditevorteil vermieteter Immobilien schrumpft

Das hohe Anlegerinteresse an Wohnimmobilien fußt nicht nur auf ihrem Renditevorteil gegenüber Anleihen. Ein geringes Leerstandsrisiko und anhaltend steigende Mieten auf den vielerorts angespannten Wohnungsmärkten steigerten die Attraktivität. Mit jedem Mieterwechsel konnten die Mieteinnahmen meist spürbar erhöht und die Mietrendite verbessert werden. Dazu kam noch der von Jahr zu Jahr steigende Objektwert. Doch da die Kaufpreise gegenüber den Mieten viel schneller stiegen, ging die anfängliche Mietrendite kontinuierlich zurück. Mit einer Neubauwohnung lassen sich – geschmälert um Kaufnebenkosten und laufende Verwaltungsaufwendungen – nicht viel mehr als 2% Rendite erzielen.

Mit den nun wieder deutlich positiven Anleiherenditen ist der Abstand zwischen Anleihe- und anfänglicher Mietrendite erheblich geschrumpft. Die gestiegenen Finanzierungskosten lassen sich zudem deutlich schwerer aus den Mieteinnahmen erwirtschaften. Auch die bislang hohen Wertzuwächse werden sich wohl nicht wie in der Vergangenheit fortsetzen. Überdies können auf die Eigentümer älterer Bestandsimmobilien erhebliche Aufwendungen für die energetische Sanierung und die Erneuerung der Heiztechnik zukommen, die womöglich nur teilweise auf die Mieter umgelegt werden können. Eine höhere Inflation könnte sich aber auch hier vorteilhaft auf Immobilien auswirken: Zum einen sollten sich Mieterhöhungen leichter durchsetzen lassen, sofern es die Mietregulierung zulässt. Zum anderen ist durch die aktuell hohe Inflationsrate die Differenz aus Anleiherendite und Inflation noch tiefer in den roten Bereich gerutscht, wodurch die Geldanlage noch unattraktiver geworden ist.



Weniger neue Wohnungen durch Baukrise

Seit Jahren verhindert die hohe Auslastung der Bauwirtschaft, dass mehr als die 2021 entstandenen 293.000 Wohnungen gebaut werden können. Die Lücke zwischen den genehmigten und den tatsächlich gebauten Wohnungen wurde immer größer. Das Neubauziel der Bundesregierung von 400.000 Einheiten jährlich schien kaum erreichbar. Doch nun hat sich die Situation auf den Baustellen verschärft, weil immer mehr Baumaterialien fehlen und ihre Preise drastisch steigen. Aktuelle Bauvorhaben verzögern sich und werden teurer, neue Projekte liegen auf Eis, weil sie kaum noch seriös kalkuliert werden können. Eine Besserung ist durch kriegsbedingt gestörte Lieferketten und stark gestiegene Energiepreise nicht absehbar. Die Herstellung von Glas, Kalk, Stahl, Zement oder Ziegeln wird erheblich teurer, weil sehr hohe Temperaturen benötigt werden. Ein Lieferstopp von russischem Erdgas könnte den Neubau noch stärker bremsen. Modernisierungen sowie energetische Sanierungen von Bestandsimmobilien sind von diesen Engpässen und Kostensteigerungen gleichermaßen betroffen.

Geänderte Rahmenbedingungen – Reaktion ungewiss

Das Zinstief und der Renditevorsprung haben den Immobilienmarkt auf ein hohes Niveau gehoben. Nicht nur die Bundesbank warnt vor Übertreibungen. Deshalb ist eine Marktberuhigung durch die gestiegenen Finanzierungskosten und den abgeschmolzenen Renditevorteil zu begrüßen. Das Korrekturrisiko wird durch die niedrige Arbeitslosigkeit, moderat verschuldete private Haushalte und lange Zinsbindungen gemildert. Unter dem Strich werden die Preise voraussichtlich deutlich langsamer steigen, sinken werden sie aber wohl nicht. Denn die schwächere Nachfrage trifft auf ein knappes und ebenfalls schrumpfendes Immobilienangebot. Das Bauen wird deutlich teurer, zudem könnte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen sinken. Als größere Belastung für den Immobilienmarkt käme eine schwere Rezession oder ein Zinsanstieg infrage, der über das bislang noch moderate Zinsniveau deutlich hinausgeht. Beides ist aus heutiger Sicht allerdings weniger wahrscheinlich.

Jedoch lässt sich kaum abschätzen, wie Kaufinteressenten und Anleger auf die gewandelten Rahmenbedingungen am Immobilienmarkt reagieren. Sind Eigennutzer bereit, die höheren Kreditraten zu tragen, auch wenn sie dafür an anderer Stelle sparen müssen? Hält das Interesse der Anleger an vermietetem Wohnraum trotz höherer Finanzierungsbedingungen und steigender Anleiherenditen an? Hierbei dürfte die anfängliche Mietrendite stärker in den Vordergrund der Betrachtung rücken. Das würde teure Metropolen wie Berlin, Frankfurt oder München im Gegensatz zu Städten mit günstigeren Preis-Miet-Relationen und entsprechend höheren Mietrenditen stärker treffen, die Preise könnten eher unter Druck geraten. Mit Blick auf den langen Anlagehorizont von Immobilien sollte in jedem Fall die regionale demografische Entwicklung betrachtet werden. Besonders gut dürften sich Immobilien mit hohen energetischen Standards vermieten lassen. Bei schlecht gedämmten und mit Öl oder Gas beheizten Objekten sind aus Mieter- beziehungsweise Vermietersicht kaum kalkulierbare Heiz- und Sanierungskosten ein Risiko.



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, 29. April 2022

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

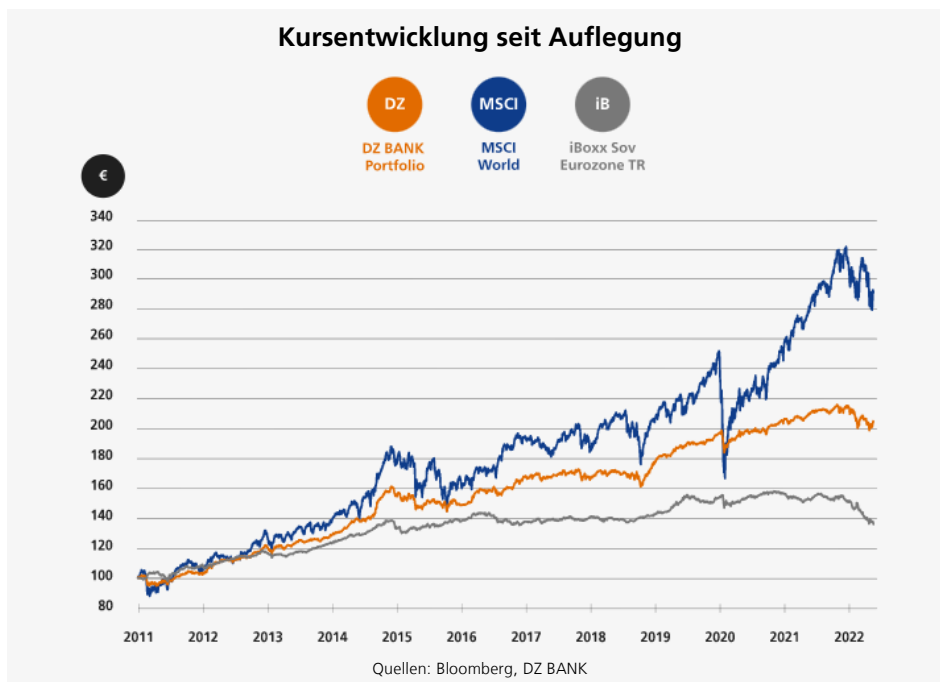
Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

Im April ist die Inflationsrate im Euroraum erneut angestiegen. Zu einem guten Teil ging dieser kräftige Sprung auf die hohen Energiepreise zurück. Aber auch nahezu alle anderen Gütergruppen trugen zu der beschleunigten Inflationsentwicklung bei. Insgesamt führten die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen seit Jahresbeginn zu assetklassenübergreifenden Belastungen. Jedoch konnte die ausbalancierte DZ BANK Investmentstrategie die Verluste begrenzen.

Dementsprechend haben wir unser virtuelles DZ BANK Musterportfolio gegenüber der letzten Friedrich-Ausgabe im März 2022 unverändert belassen, sodass es sich per 29. April 2022 wie folgt zusammensetzt: Die Aktienquote beträgt 40,6% (DAX: 11,9%, Nasdaq 100: 7,8%, Emerging-Markets-Aktien: 5,6%, Euro Small Caps: 5,0%, Banken Europa: 4,7% und Energietitel Europa: 5,6%) und der Anteil an Anleihen 24,4% (europäische Unternehmensanleihen: 14,0% und Euro High Yields: 10,4%); die restlichen 35% entfallen auf die Kasse.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 8. Juni 2022

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

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

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

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

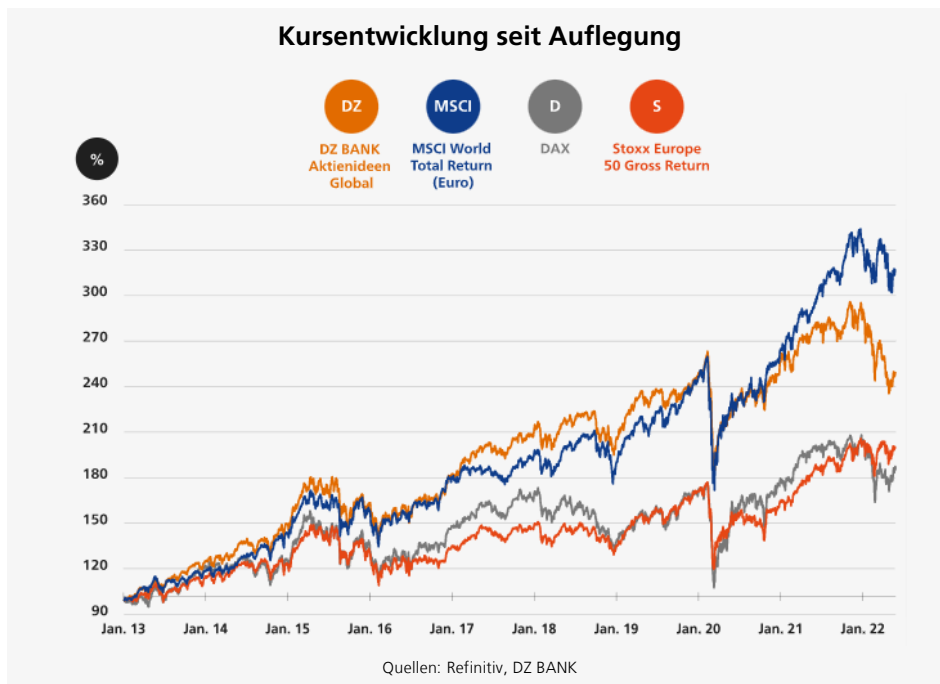
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zum 8. Juni 2022 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

| Unternehmen | Aufnahme | Stück | Kurs Einstand | Kurs aktuell | Performance absolut |
|-----------------------|------------|-------|---------------|--------------|--------------------------|
| Deutsche Telekom | 30.12.2021 | 245 | 16,30 | 19,15 | +21,4% (inkl. Dividende) |
| Hannover Rück | 20.04.2022 | 23 | 148,80 | 144,85 | +1,2% (inkl. Dividende) |
| Munich Re | 10.05.2022 | 15 | 217,00 | 228,70 | +5,4% |
| Porsche SE VzA | 25.02.2022 | 40 | 91,40 | 76,52 | -13,5% (inkl. Dividende) |
| RWE StA | 30.12.2021 | 111 | 35,72 | 41,76 | +19,4% (inkl. Dividende) |
| Siemens Energy | 10.03.2022 | 169 | 20,49 | 18,78 | -8,4% |
| AbbVie | 20.04.2022 | 24 | 144,90 | 139,40 | -3,8% |
| Alphabet | 07.04.2022 | 1 | 2.500,00 | 2.180,50 | -12,8% |
| American Express | 19.04.2022 | 20 | 172,04 | 155,16 | -9,8% |
| Applied Materials | 30.12.2021 | 28 | 142,30 | 106,18 | -25,1% (inkl. Dividende) |
| ASML | 28.01.2022 | 7 | 566,10 | 532,10 | -5,4% (inkl. Dividende) |
| BT Group | 30.12.2021 | 2.040 | 1,96 | 2,14 | +9,2% |
| General Motors | 30.12.2021 | 79 | 50,52 | 35,01 | -30,7% |
| Gilead Sciences | 20.04.2022 | 60 | 58,52 | 57,74 | -1,3% |
| Microsoft | 30.12.2021 | 13 | 302,35 | 253,00 | -15,9% (inkl. Dividende) |
| Raytheon Technologies | 05.05.2022 | 37 | 91,20 | 93,60 | +3,2% (inkl. Dividende) |
| Schneider Electric | 30.12.2021 | 23 | 172,84 | 129,78 | -23,2% (inkl. Dividende) |
| Shell | 06.05.2022 | 124 | 26,87 | 28,40 | +6,6% (inkl. Dividende) |
| Société Générale | 04.05.2022 | 146 | 23,02 | 25,20 | +16,6% (inkl. Dividende) |
| TotalEnergies | 30.12.2021 | 89 | 44,90 | 55,71 | +27,0% (inkl. Dividende) |
| Veolia Environnement | 06.04.2022 | 128 | 27,83 | 26,99 | -3,0% |
| Vodafone Group | 26.01.2022 | 2.542 | 1,49 | 1,49 | +3,0% (inkl. Dividende) |
| Walt Disney | 25.03.2022 | 28 | 126,04 | 99,70 | -20,9% |

Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 7. Juni 2022 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 149,9% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (87,1%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (100,8%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (218,0%). Im laufenden Jahr 2022 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertverlust von 14,2% verbucht und damit schwächer performed als der DAX (minus 8,4%), sowie der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 1,8%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit minus 7,3%. Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.



Hinweise

- 1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.
 - 2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, das heißt insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und gegebenenfalls Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.
 - 3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.
- Zu den Details eventuell genannter Anlageempfehlungen, insbesondere auch zu den jeweils offenzulegenden Interessenkonflikten zu Emittenten, verweisen wir auf die jeweils aktuelle Research-Publikation zu diesen Emittenten sowie unsere Website www.dzbank.de/Pflichtangaben.

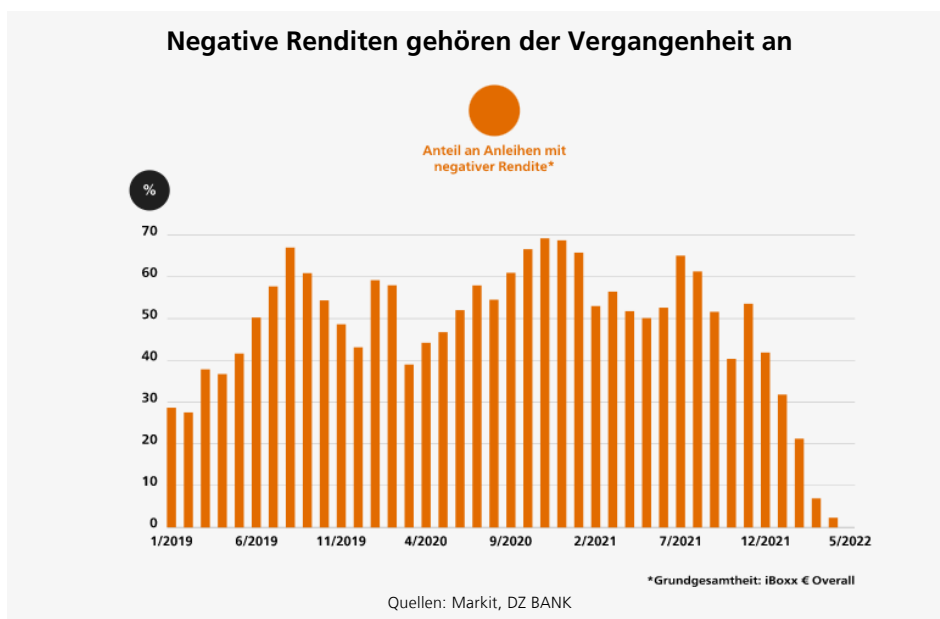


WUSSTEN SIE SCHON?

Günther Scheppler, Analyst

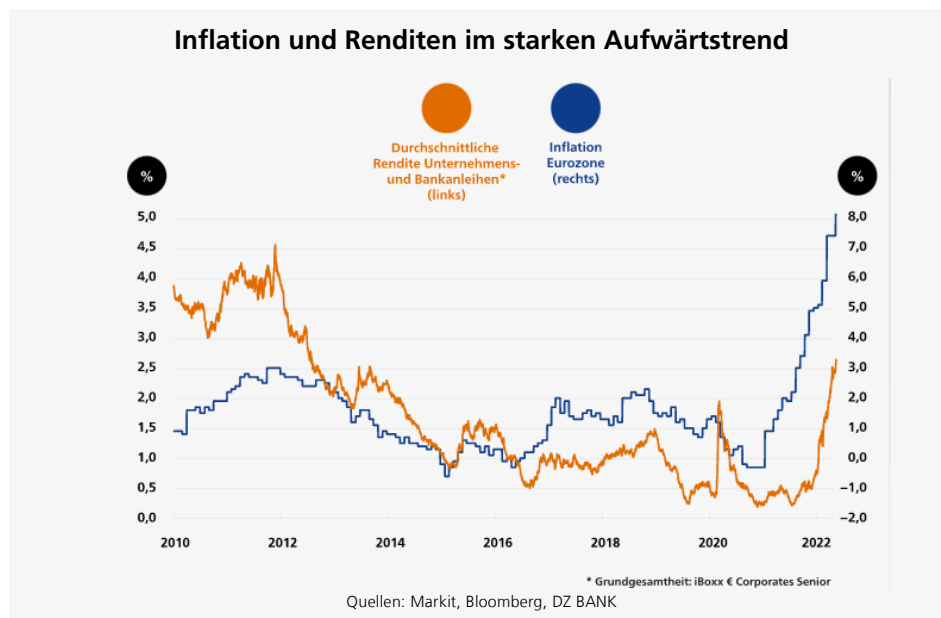
Mit Geldanlagen in Unternehmensanleihen können Investoren aktuell im Schnitt wieder 2,7% Rendite erzielen. Ein derart hohes Renditeniveau gab es zuletzt 2012. Seit Ende des vergangenen Jahres sind die Zinserträge der Wertpapiere buchstäblich in die Höhe geschossen. Wie kam es dazu? Und was bedeutet das für die Zukunft?

In den vergangenen Jahren hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldpolitik ultraexpansiv gestaltet, mit dem Ziel, die Konjunktur anzukurbeln und die Konditionen für Refinanzierungen günstig zu halten. Die Stützpfeiler dieser Geldpolitik sind ein Leitzins von 0% sowie umfangreiche Anleihekaufprogramme. Beide Maßnahmen hatten in Kombination zur Folge, dass im Jahr 2020 im Durchschnitt 56% aller Euro-Anleihen mit guter Bonität mit einer negativen Rendite gehandelt wurden. Im vergangenen Jahr waren es noch 53%. Zum aktuellen Zeitpunkt wird keine dieser Euro-Anleihen mehr mit einer negativen Rendite notiert.



Inflationsangst beflügelt die Renditen

Nicht nur, dass die Renditen mittlerweile kaum noch negativ sind, sie haben in den vergangenen Monaten sehr schnell und extrem zugenommen. Anfang August letzten Jahres wurden Unternehmens- und Bankanleihen mit einer guten Bonität noch mit einer durchschnittlichen Rendite von 0,25% taxiert, jetzt sind es 2,7%. Woher kommt dieser rakettenartige Anstieg der Renditen? Letztendlich haben die Inflationsängste der Marktteilnehmer dazu geführt. Pandemiebedingt kam es in der Vergangenheit beispielsweise infolge der Schließung chinesischer Häfen wiederholt zu globalen Lieferengpässen bei Rohstoffen und Vorprodukten. Die Preise für die entsprechenden Güter wurden zunehmend teurer und die Produzenten begannen damit, die erhöhten Preise an die Konsumenten weiterzugeben. Der Ukraine-Krieg hat diese Entwicklung noch verstärkt und insbesondere auf dem Energiesektor für stark steigende Preise gesorgt. Das Ende vom Lied war eine Preissteigerungsrate von 8,1% im Mai dieses Jahres – die höchste Inflation seit der Einführung des Euros. Bis dato markierte eine Preissteigerungsrate von 4,1% im Juli 2008 den Rekordwert. Die durchschnittliche Inflationsrate der vergangenen zwei Dekaden in der Eurozone liegt bei 1,8%.



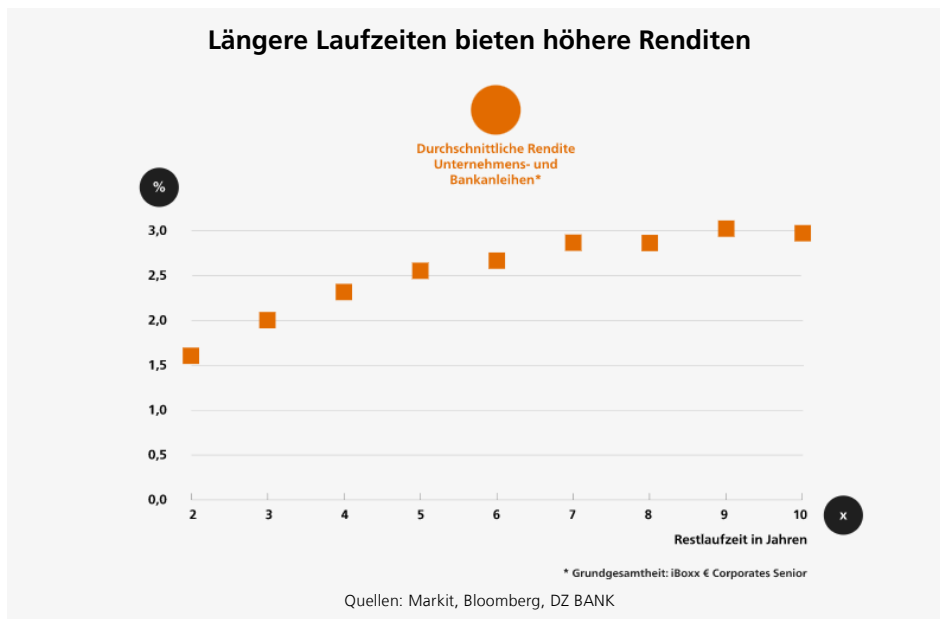
Jetzt ist die Zentralbank am Zug

Angesichts der aktuell hohen Inflation richten sich die Augen der Investoren in Richtung Zentralbank. Sie erwarten, dass die EZB ihre ultraexpansive Geldpolitik aufgibt, also nach dem Stopp der Anleihekaufprogramme die Leitzinsen anhebt. Nach aktuellem Stand der Dinge rechnen die Marktteilnehmer noch im laufenden Jahr mit drei Anhebungen des Hauptrefinanzierungssatzes von jeweils 0,25%. Somit würde der Leitzins zum Ende des laufenden Jahres bei 0,75% stehen. Diese Erwartungshaltung der Investoren ist am Anleihemarkt natürlich nicht ohne Folgen geblieben. Die Marktteilnehmer haben diese Reaktion der EZB bereits vor einiger Zeit antizipiert und damit begonnen, diese einzupreisen. Schlussendlich hat genau das zu dem sehr starken und schnellen Renditeanstieg geführt.

Die reale Rendite bleibt negativ

Anleger, die eine möglichst hohe Rendite erzielen möchten, sollten ihren Fokus auf Anleihen mit einer vergleichsweise langen Restlaufzeit richten. Unter normalen Umständen ist eine Renditestrukturkurve mit länger werdender Restlaufzeit aufsteigend. Das bedeutet, dass mit längeren Laufzeiten auch höhere Renditen einhergehen. Allerdings steigt mit längerer Laufzeit auch das Ausfallrisiko der Anleihen, da die ferne Zukunft mit wesentlich mehr Unsicherheit behaftet ist als die kommenden zwei bis drei Jahre. Im Bereich der Unternehmens- und Bankanleihen kann mit einem Investment in eine Anleihe mit einer Restlaufzeit von

zehn Jahren aktuell eine durchschnittliche nominale Rendite von rund 3% erzielt werden. Die Nominalrendite misst aber nur den reinen Geldzuwachs und lässt dabei die Kaufkraft und Steuern außer Acht. Zieht man von der aktuellen nominalen Rendite von 3% die derzeit herrschende Inflation von 8,1% ab, so verbleibt eine reale Rendite von minus 5,1%. Mit anderen Worten: Bei einer Anlage in eine vergleichsweise sehr lange laufende Unternehmensanleihe würde der Anleger einen Kaufkraftverlust von gut 5% erleiden. Das ist aber kein Grund, vor einem Kauf einer Unternehmensanleihe zurückzuschrecken. Ließen Anleger stattdessen ihr Geld auf einem Konto mit geringer Zinsmarge oder gar keinem Zins liegen, würden sie einen Kaufkraftverlust von gut 8% erleiden.



Sehr hohe Renditen nur gegen sehr hohe Risiken

Gibt es eine Möglichkeit, zum aktuellen Zeitpunkt mit Anleihen eine positive reale Rendite zu erzielen? Ja, aber sie hat einen großen Haken. Neben den bis dato beschriebenen Unternehmens- und Bankanleihen mit einer guten Bonität im nicht-spekulativen Bereich gibt es auch Anleihen mit einer vergleichsweise sehr schlechten Bonität im spekulativen Bereich. Diese Anleihen werden auch „hochverzinsliche Anleihen“ genannt und das nicht ohne Grund. Im Durchschnitt können Investoren mit diesen Anleihen derzeit eine Rendite von 5,6% erzielen. Die schwächste Bonität der Anleihen in diesem Segment wird mit einem Rating von CCC ausgewiesen. Diese werden aktuell sogar mit einer durchschnittlichen Rendite von 10,3% verzinst. Das Problem mit den hochverzinslichen Anleihen ist die hohe Ausfallwahrscheinlichkeit, was besonders für CCC-Anleihen gilt. Kommt es am Tag X tatsächlich zu einem Zahlungsausfall, drohen enorme Verluste des eingesetzten Kapitals. Unter Risikoaspekten ist eine Investition im Segment der hochverzinslichen Anleihen somit nicht zu empfehlen.

Renditeanstieg für Kapitalschutz nutzen

In Zeiten sehr hoher Inflation ist das Thema Kapitalschutz von entscheidender Bedeutung. Es gilt, den drohenden Kaufkraftverlust zu minimieren. Hierzu können Unternehmens- und Bankanleihen nach dem jüngsten, sehr deutlichen Anstieg der Renditen einen Beitrag leisten. Bei Investitionen gilt es wie immer auch das mit dem Investment verbundene Risiko zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund sollte der Emittent über eine vergleichsweise gute Bonität verfügen.



Ironie am Aktienmarkt

Warum in der aktuellen Krise vor allem die sicheren Häfen leiden

WAS IST EIGENTLICH?

Sven Streibel, Analyst

Die US-Zinswende stellt den Aktienmarkt auf die Probe – insbesondere den US-Technologiesektor, der in Zeiten niedriger Zinsen als „neuer sicherer Hafen“ aufgesucht wurde. Nun wird die Bewertungsprämie von Technologieaktien bei steigenden Anleiherenditen infrage gestellt. Inmitten globaler Krisenherde führen sie die Kursverluste an. Wie sind die mittelfristigen Aussichten?

Die Zinsen steigen, die Aktienkurse fallen – ein Phänomen, das verstärkt seit Jahresbeginn zu beobachten ist. Die im Rahmen der Inflationsbekämpfung eingeläutete Straffung der internationalen Geldpolitik bereitet dem Aktienmarkt enormes Kopfzerbrechen. Schließlich erfolgt die Liquiditätsverknappung in einer Zeit erhöhter Konjunktursorgen. Die US-Notenbankpolitik wird von Investoren gar als aggressiv angesehen und stellt insbesondere die heimischen Wachstumsprognosen und damit den US-Aktienmarkt auf die Probe. So verlor der S&P 500 seit Jahresbeginn rund 19%, auch der DAX büßte knapp 12% ein. Im Zuge dieser Zinswende steigen nicht nur kurzfristige Zinsen am Geldmarkt, sondern auch die Renditen langlaufender Anleihen. Und genau das wird in Summe als Belastung für Aktien-Investments angesehen. Denn zum einen verschlechtern sich hierdurch die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, was auf deren Gewinnen lasten könnte. Viel wichtiger ist jedoch, dass steigende Anleiherenditen echte Anlagealternativen für Aktieninvestments darstellen. Und genau das drückt generell auf deren Bewertungen, die in den vergangenen Jahren von den niedrigen oder gar negativen Anleiherenditen profitiert haben.

Als Aktien zu „sicheren Häfen“ wurden ...

Die Niedrigzinspolitik der internationalen Notenbanken und steigende wirtschaftliche Risiken auf globaler Ebene führten in den letzten Jahren zu einem echten Anlagenotstand. Das betraf insbesondere einkommensorientierte und risikoscheue Investoren, denn bei der Anlage in Zinstitel verdiente man wenig oder musste gar drauflegen. Wer konnte, wick auf defensive und wenn möglich ertragsstarke Aktiensegmente aus, die in der Tat teilweise als „Anleihe-Ersatz“ dienten.

Eine Branche, die enorm von diesem Trend profitierte, war der Technologiesektor, vor allem in den USA. Hier sind nicht nur die international bekannten Schwergewichte zu Hause, sondern auch viele kleine Nischenanbieter. Diesen wurde jedoch nachgesagt, nahezu konjunkturunabhängig satte Erträge erwirtschaften zu können. Hinzu kam der strukturelle Vorteil des US-amerikanischen Heimatmarktes gegenüber dem

Rest der Welt. Denn während beispielsweise der zyklische und exportorientierte europäische Aktienmarkt unter populistischen Tendenzen, kriselnder Staatsverschuldung, geopolitischen Risiken und chinesischen Wachstumssorgen litt, erfreuten sich die USA an ihrem stabilen Binnenmarkt. In diesem Umfeld wurden insbesondere US-Tech-Aktien von internationalen Investoren als die neuen „sicheren Häfen“ angesehen und mit zusätzlicher Nachfrage belohnt.

Aufgrund der Ertragsstärke der US-Technologietitel bestand schon seit längerem sowohl gegenüber dem breiten US-Aktienmarkt als auch gegenüber dem europäischen Aktienmarkt ein Bewertungsaufschlag. US-Tech-Aktien waren schon früher beliebt und Investoren entsprechend bereit, etwas mehr für sie zu zahlen. Die Prämie der neuen sicheren Häfen wuchs in den vergangenen zehn Jahren bei steigenden Wirtschaftsrisiken und später bei sinkenden Zinsen stetig an. Euro-Krise, Wachstumssorgen in China, Brexit und Donald Trumps Handelskrieg verhalfen dem US-Technologieindex Nasdaq 100 seinen Bewertungsaufschlag gegenüber dem S&P 500 bis zum Corona-Ausbruch 2020 um 20% auszuweiten und gegenüber dem europäischen Stoxx Europe 600 gar um 23%. Die Konjunktursorgen während der Corona-Krise verstärkten diese Entwicklung zusätzlich, bis Ende 2021 erhöhte sich die Prämie um ganze 25% (S&P 500) beziehungsweise um 44% (Stoxx Europe 600).

... und sichere Häfen plötzlich zu einem Risiko

Die zum Jahreswechsel eingeläutete US-Zinswende stellt die Höhe des beschriebenen Bewertungsaufschlags nun infrage. Denn mit ihr fallen die zwei Hauptgründe für dessen Ausweitung über die letzten Jahre weg: der Anlagenotstand aufgrund niedriger Anleiherenditen und das – in Relation zu anderen Industrieländern – geringere US-Konjunkturrisiko. Steigende Zinsen belasten die oftmals hochverschuldeten kleineren Wachstumsunternehmen und anziehende Anleiherenditen stellen signifikante Opportunitätskosten für einkommensorientierte (Anleihe-) Investoren dar.

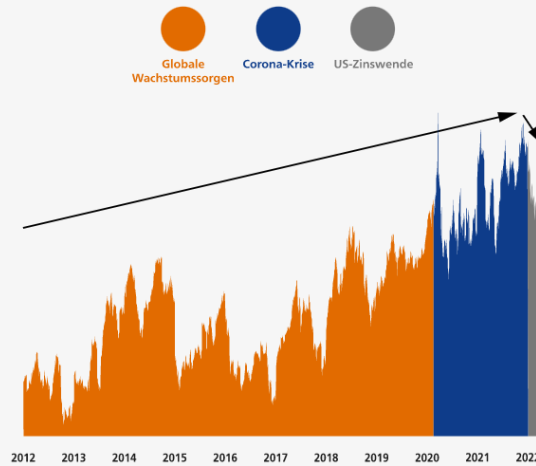
Des Weiteren wird die verbale Aggressivität der US-Notenbank schon jetzt als Rezessionsrisiko für die USA gehandelt, da sie inmitten einer Gemengelage aus globaler Konjunkturverlangsamung und hoher Rohstoffinflation auftritt. US-Investments werden dadurch in Gänze ein Stück riskanter, das heißt der ursprünglich strukturelle Vorteil des US-amerikanischen Heimatmarktes gegenüber dem Rest der Welt wird geringer.

Kurzum, mit der US-Zinswende kommt das Risiko der US-Technologie-Aktien wieder zum Vorschein. Damit verblasst der Glanz der neuen sicheren Häfen ein gutes Stück. Die über Jahre hinweg stark aufgebauten Positionen werden entsprechend den neuen Realitäten angepasst, der Bewertungsaufschlag des Nasdaq 100 engte sich seit Jahresbeginn sowohl gegenüber dem S&P 500 als auch gegenüber dem Stoxx Europe 600 um knapp 9% ein. In diesem Zeitraum betrug der Kursverlust des breiten US-Aktienmarktes (S&P 500) 19% und der des US-Tech-Sektors (Nasdaq 100) 29%. Damit leiden ironischerweise inmitten der globalen Krisenherde die (einstmals) sicheren Häfen am meisten.

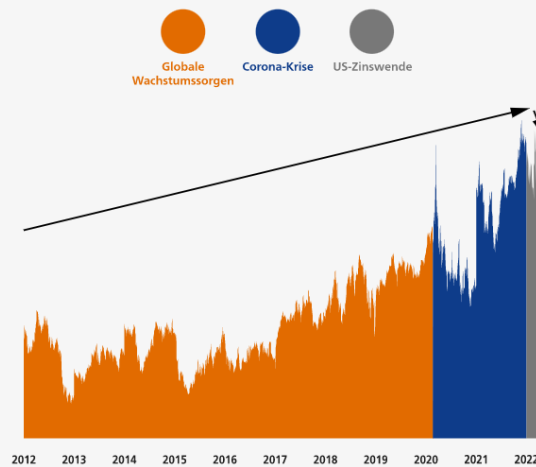
Kein Tech-Crash, sondern eine Neubewertung

Die beobachteten Marktbewegungen sind nicht als Zusammenbruch des (US-) Technologiesektors anzusehen und daher keinesfalls mit den Gegebenheiten anfangs der 2000er-Jahre zu vergleichen. Damals mussten Investoren schmerzlich realisieren, dass sie viel Geld in unrentable Unternehmen gesteckt hatten. Heute sprechen wir von ertragsstarken und etablierten Technologiekonzernen, deren Bewertung nun lediglich an die neuen Realitäten angepasst wird. Da ihre Produkte aus unserem Alltag schon lange nicht mehr wegzudenken sind, wird sicherlich auch zukünftig eine Prämie für deren Aktien gezahlt werden. In welcher Höhe diese nach der aktuellen Korrektur gerechtfertigt sein wird, bleibt offen.

US-Tech wurde über die Jahre immer beliebter (Bewertungsprämie des Nasdaq 100 gegenüber dem S&P 500)



US-Zinswende schmälert Risiko/Rendite-Vorteil von US-Tech (Bewertungsprämie des Nasdaq 100 gegenüber dem Stoxx Europe 600)



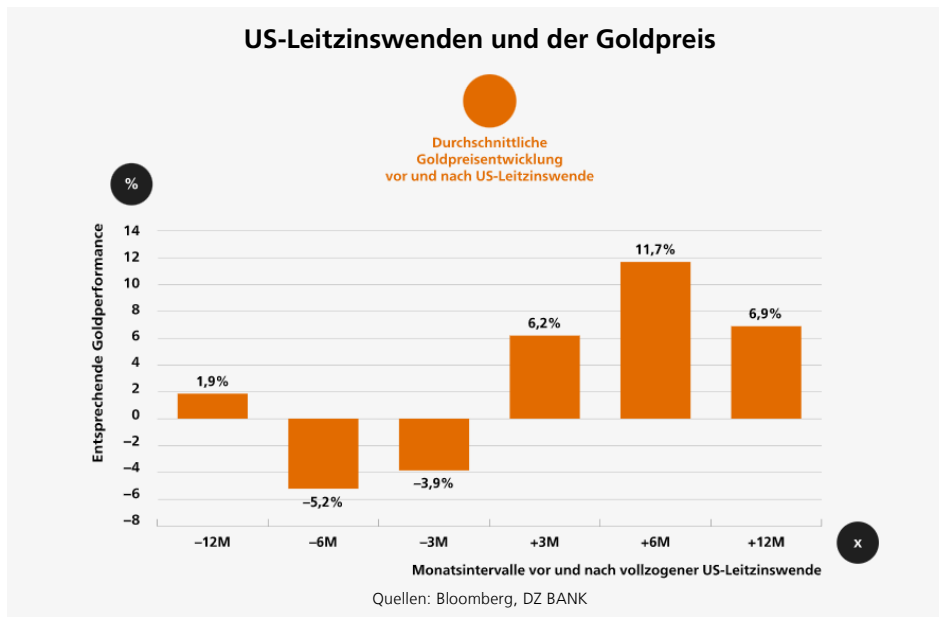


THINK-TANK

Gabor Vogel, Analyst

In den USA bereits vollzogen und bald auch in Europa: die Leitzinswende. Für Gold spielen die Leitzinsen allerdings keine große Rolle. Viel wichtiger sind die Realzinsen. Und hier kommen noch zahlreiche weitere Faktoren ins Spiel, die schlussendlich die Richtung des Goldpreises bestimmen.

In den USA hat sich die Leitzinswende bereits vollzogen und wird sich wegen der hohen Inflation zügig fortsetzen. Auch die Europäische Zentralbank wird auf den Kurs der geldpolitischen Straffung einschwenken. Was bedeutet das für Gold? Bei den letzten vier Anhebungszyklen der US-Notenbank ab Februar 1994, Juni 1999 sowie Juni 2004 und Dezember 2015 ergibt sich ein uneinheitliches Bild. Zwar ist zu beobachten, dass der Goldpreis in Erwartung einer US-Leitzinswende fällt: Im Sechsmonatszeitfenster vor dem Beginn der Leitzinssteigerungen sinkt der Goldpreis zum Beispiel durchschnittlich um gut 5%. Nach dem ersten Zinsschritt ist hingegen durchweg eine positive Gold-Performance auf drei, sechs und zwölf Monate abzulesen. Steigende Leitzinsen allein können also keinen Gegenwind für Gold auslösen.



Die Opportunitätskosten des Goldbesitzes

In den Finanzgazetten ist oft zu lesen, dass das gelbe Edelmetall besonders dann unter Druck gerät, wenn die Zinsen (hier die Renditen der US-Staatsanleihen) steigen. In der Tendenz ist diese Aussage zwar zulässig, aber eine allgemeine Regel, das kann man vorwegnehmen, lässt sich hieraus nicht ableiten. Dahinter steckt nämlich ganz grundsätzlich das theoretische Bild, dass Gold als nicht renditetragendes Asset weder eine Dividende (Aktien) noch einen Kupon (Anleihen) abwirft. In der Realität konzentriert sich die Gold-Gemeinschaft auf festverzinsliche Renditen von Staatsanleihen vornehmlich in den Vereinigten Staaten von Amerika. Der Goldinvestor verzichtet also de facto auf einen Ertrag, um Besitzer des Goldes zu sein. Dieser entgangene Ertrag wird auch häufig als die klassischen Opportunitätskosten des Goldbesitzes bezeichnet. Sobald ebendiese anziehen, so das Narrativ der Anlegerschaft, werden beispielsweise Staatsanleihen interessanter für Investoren. Sie sichten dann lieber ihre Gelder um – verkaufen also das Edelmetall und erwerben Staatsanleihen mit der entsprechend negativen Begleiterscheinung eines fallenden Goldpreises.

Nominale Zins-Brille mit Unschärfen

Allerdings zeigt ein Blick in die Historie ein etwas diffizileres Bild. Die Zinsen sind zwar ein wichtiger Preistreiber für Gold, aber bei Weitem nicht der einzige. Wichtige Triebfedern, die ebenfalls erheblich ins Gewicht fallen, sind beispielsweise die US-Dollar-Entwicklung, das Interesse der Investoren, das allgemeine Sicherheitsbedürfnis der Anleger und die Inflationssituation. Daher verwundert es auch nicht, dass singular steigende Zinsen keinesfalls immer zu fallenden Goldpreisen führen. Als allgemeine Zinsorientierung haben sich im Goldbereich die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen etabliert. Zunächst kann ein Blick auf die nominale Zinsentwicklung und den Goldpreis nicht schaden, jedoch kommt es hier nicht selten zu widersprüchlichen Ergebnissen. Die nominale Zinsbrille reicht also nicht aus, um die Lage vollumfänglich einzuschätzen.

Nach der Freigabe des Goldkurses 1973 durch Nixon sind die nominalen Zinsen gestiegen. Zwischen 1973 und 1979 lag die durchschnittliche Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen bei fast 7% und der Goldpreis konnte sich gleichzeitig vervielfachen. Auslöser hierfür waren die erste Ölpreiskrise und die massiv gestiegenen Energiekosten, die schließlich zu einer hohen Inflation führten. Die konjunkturelle Entwicklung stagnierte auch, sodass die Amerikaner in den 1970er-Jahren in einer Stagflation steckten, was eindeutig positiv für Gold war. Die hohe Preissteigerung drückte die Realzinsen im Durchschnitt folglich unter die 0%-Linie. Neben den Realzinsen wertete auch der US-Dollar-Index gegenüber anderen wichtigen Handelswährungen in diesem Zeitraum deutlich um 11% ab.

Die Vergangenheit lehrt uns aber auch, dass es andere Phasen gibt. So war die wirtschaftspolitische Zielsetzung der 1980er-Jahre in den USA, die hohe Inflation zu bekämpfen. Das Leitzinsniveau wurde rasant angehoben. Dieser deutliche Zinsanstieg lockte dann ausländische Investoren in den US-Dollar, der daraufhin eine langjährige Aufwärtsbewegung startete. Die Realzinsen erreichten Werte um die 4%. Insgesamt realisierten die USA in der Phase ein solides BIP-Wachstum bei einem gleichzeitig überschaubaren Inflationsniveau. Diese Bedingungen sind als „Goldilocks“ bekannt und charakteristisch für die Jahre der „Great Moderation“, die Mitte der 1980er-Jahre begann und dank des prosperierenden Technologiesektors, der zu hohen Produktivitätssteigerungen führte, bis 2007 anhielt. In der Baisse-Phase der 1980er- und 1990er-Jahre wertete der US-Dollar um 9% auf und Gold büßte rund 60% des Wertes ein. Vor allem der deutliche Realzinsanstieg setzte dem Goldpreis zu.

Auch in der jüngeren Vergangenheit gibt es zahlreiche Beispiele. Die US-Notenbank hat unter Federführung von Alan Greenspan auf wirtschaftliche Schwäche in den 2000er-Jahren stets mit Leitzinssenkung reagiert, um so die Wirtschaft wieder auf Trab zu bringen, die Auswirkungen blieben nicht aus und es entstanden Blasen wie die am US-Häusermarkt. Gold konnte schließlich von dem Platzen der Blase und der darauffolgenden extrem lockeren Goldpolitik stark profitieren. Ein ähnliches Bild zeigte sich auch zu Pandemiebeginn 2020.

Mit der realen Zins-Brille sieht man viel besser

In der Vergangenheit kommt es also immer wieder zu nominalen Zinsanstiegen, die jedoch nicht zu einem Goldpreistrückgang führen. Gerade dann nicht, wenn die Inflation hoch ist und droht weiter zu steigen. Daher ist es hilfreich, die nominale Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen um die Inflation oder die Preiserhöhungserwartung zu bereinigen. Das Ergebnis sind die Realzinsen! Diese fungieren als Gradmesser für die zukünftige Goldpreisentwicklung. Zur Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Zinsen und Gold sollte der Anleger also zur modischeren realen Zins-Brille greifen. Neben dem absoluten Realzinsniveau ist auch die Richtung bedeutsam. Im aktuellen Umfeld ist ein Anstieg der Realzinsen zu beobachten. Das setzt dem Goldpreis vor allem wegen der Dynamik zu, weniger wegen des Niveaus, das aktuell bei rund plus 0,2% steht und von unter minus 1% im März kommt. Wir sehen uns zwar am aktuellen Rand mit einem deutlichen Realzinsanstieg konfrontiert. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass das aktuelle Renditeniveau immer noch sehr gering ist. Studien zeigen nämlich, dass der Goldpreis immer dann kräftiger unter die Räder kommt, wenn die Realzinsen über 2,5% liegen.

Fundamentaler Gold-Ankerpreis bleibt bei 1.900 US-Dollar

Die Realzinsen sind bedeutsam für den Goldpreis, allerdings spielen viele Faktoren eine Rolle, darunter der Greenback und die allgemeine Wirtschaftskraft der USA. Historisch sind hier zwei Extreme zu nennen: die Stagflation der 1970er-Jahre und das Goldilocks-Set-up in den 1980er- und 1990er-Jahren. Zwischen diesen beiden Extremen schwankt das Gold-Pendel. Und wo stehen wir aktuell? Im Moment ist der Goldpreis neutral positioniert, allerdings rückt er wegen der Unsicherheiten rund um den Ukraine-Krieg, der konjunkturellen Eintrübung der Weltwirtschaft und der hohen Inflation näher zum Stagflations-Extrem. Selbst wenn sich die Inflation abschwächt, bleibt sie im Vergleich zur letzten Dekade erhöht. Auch eine dauerhafte US-Dollar-Stärke, die bei Gold Abwärtsbewegungen erklärte, sehen wir nicht. Damit bleibt der fundamentale Ankerpreis für das gelbe Edelmetall bei 1.900 US-Dollar je Unze. Auf Sicht der nächsten drei bis sechs Monate sind Preisausflüge über das Niveau sogar wahrscheinlich.

Vom Blühen und Gedeihen

Diogenes und die Wachstumsfreuden

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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

Diogenes erfreut sich im Frühjahr an der Natur, die unbeeindruckt von allen Weltkrisen auch dieses Jahr wieder mit Macht ergrünt und erblüht. Das mag eine Alterserscheinung sein. Aber sieht es nicht jeder Mensch gern, wenn Pflanzen wachsen? Denn das verheißt, dass sie bald Früchte tragen und unseren Hunger stillen. Oder, dass sie bald blühen und unser Bedürfnis nach Schönheit befriedigen. Sieht es nicht jeder Mensch gern, wenn Kinder wachsen? Denn das verheißt, dass sie uns bald nicht mehr nachts um den Schlaf bringen, später vielleicht ihr Zimmer selbst aufräumen können und noch viel später sich hoffentlich um uns kümmern, statt wir uns um sie.

Dass die Menschen gern Dinge wachsen sehen, liegt wohl in ihrer Natur. Das gilt sogar, wenn diese Dinge nicht einmal ihnen selbst gehören. Pflanzen wachsen auch, wenn die Wirtschaft stagniert. Kinder wachsen sogar, wenn die Bevölkerung schrumpft – also ein Quell stetiger Freude von Anbeginn der Menschheit bis heute. Und bei dieser Art von Wachstum muss man ausnahmsweise noch nicht einmal ein schlechtes Umweltbewusstsein haben.

Die heutigen Menschen können sich auch dann freuen, wenn die Dinge, die wachsen, nur Zahlen sind. Wir wissen zwar, dass der Zusammenhang zwischen Zahlen und Dingen manchmal fragwürdig ist und dass es nicht immer gut ist, wenn Zahlen wachsen. Aber wenn auf dem Sparbuch jedes Jahr ein Zinsertrag zugebucht wird, wenn der Kurs der Anleihen im Depot langsam, aber stetig steigt, dann ist das gut.

Daran dachte Diogenes, als er sich kürzlich im Kaffeehaus mit einem alten Freund traf und dabei das Ende der Negativzinsen ins Gespräch brachte. Zu seiner Überraschung freute sich sein Gegenüber darüber gar nicht, sondern wurde geradezu erregt. Das sei doch eine Täuschung, bei den gegenwärtigen und zu erwartenden Inflationsraten blieben die Realzinsen tief unten im negativen Bereich. Dass die Nominalzinsen jetzt auf null Komma etwas stiegen, sei völlig bedeutungslos.

Diogenes dagegen war und ist immer noch der Meinung, dass das Ende der Negativzinsen etwas Begrüßenswertes sei. In seinem einfachen Verständnis ist es der Sinn des Zinses, dass ein Schuldner seinem Gläubiger etwas dafür zahlt, weil der ihm sein Geld überlässt, und nicht umgekehrt. Wie hoch die Inflationsrate ist, spielt dabei erst einmal keine Rolle, denn die Inflation macht ja das Leben für Schuldner und Gläubiger gleichermaßen teurer.

In seinem Ärger gingen Diogenes wenig schmeichelhafte Vergleiche für seinen negativdenkenden Freund durch den Kopf: Wie ein Lottogewinner, der grollt, weil die vielen Sachen, die er mit seinem Gewinn nun kaufen muss, teurer geworden sind ... Wie ein Angestellter, der Angst vor einer Gehaltserhöhung hat, weil er fürchtet, damit seinen Arbeitgeber in den Konkurs zu treiben ... Wie ein Hypochonder, der nach einer überstandenen Krankheit, statt sich zu freuen, nur daran denkt, dass man ja irgendwann doch sterben müsse ...

Doch da Beschimpfungen natürlich keine Argumente ersetzen und sowieso eines Philosophen unwürdig sind, fragte er seinen Freund etwas anderes. Nämlich, ob er für sein Geld auf der Bank auch Strafzinsen – offiziell „Verwahrentgelt“ genannt – zahlt. Die Frage löste erneut eine heftige Reaktion aus. Dem Manne waren die Negativzinsen dermaßen zuwider, dass er sein Geld abgezogen und in Investments angelegt hatte, an die er vorher nie gedacht hatte – wesentlich riskantere als er eigentlich wollte, und wahrscheinlich auch noch mit höheren Gebühren.

Diogenes fand das höchst unvernünftig. Er mag die „Verwahrentgelte“ auch nicht. Doch der Wunsch, sie zu vermeiden, sollte doch nicht zu Entscheidungen führen, die dann gegen die eigenen Interessen gehen.

All das sagte Diogenes seinem Freund aber nicht. Sondern sie einigten sich darauf, dass Verwahrentgelte hoffentlich bald kein Thema mehr sein werden und dass man unter Freunden sowieso nicht über Geld streitet. Also reden sie nicht mehr über wachsende Zahlen, sondern über wachsende Dinge: das Ergrünen der Natur im Frühling und das Gedeihen der Kinder und Enkel. Am Schluss waren sie sich einig, dass es nur eines gibt, was noch wichtiger wäre: wachsende Weisheit.



Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 8. Juni 2022

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

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

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

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

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

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

Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihe-segment mit „Übergewichten“ und ein Anleihe-segment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen: zwölf Monate

Analysen nach dem Value-Ansatz: ein Monat

Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio): ein Monat

Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten): ein Monat

Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten): drei Monate

Aktienindizes (fundamental): drei Monate

Währungsräume: sechs bis zwölf Monate

Gewichtung von Marktsegmenten: sechs Monate

Gesamtmarktstrategie: sechs Monate

Branchenstrategie Unternehmensanleihen: sechs Monate

Strategie Covered Bonds: sechs Monate

Derivate

(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat

Rohstoffe: ein Monat

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher **nicht alleinige Grundlage** für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten, allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

II. RECHTLICHE HINWEISE

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

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

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

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

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

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

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

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

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurservartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

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

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

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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