

DZ BANK  
Die Initiativbank

Friedrich

Research. Trends. Analysen.

#1  
März 2018

# Land unter

Nominalzins taucht ab unter Inflationsrate

# „Wissen wächst durch Gebrauch. Deshalb teilen wir es.“

EDITORIAL

/ Stefan Bielmeier

Liebe Leserin, lieber Leser,

das volle Analysespektrum der DZ BANK in einem modernen Format – das ist Friedrich. Einmal pro Quartal wird Sie das Magazin ab jetzt direkt mit unserem Research verbinden.

Märkte sind im Wandel und finanzpolitische Entscheider justieren ihre Politik neu. In diesen unruhigen Zeiten wollen wir Sie auf den Punkt informieren, mit aktuellen Einschätzungen zu Kapitalmärkten und Konjunktur versorgen und Ihnen Anregungen rund um das Thema „Geldanlage“ liefern.

Dementsprechend bildet die Frage der richtigen Anlageentscheidung in Zeiten extrem niedriger Zinsen den Schwerpunkt dieser Ausgabe. In unserem Fokus-Thema „Anlagejahr 2017: ‚Landunter‘ bei der realen Verzinsung privater Geldvermögen“ beleuchten wir den Effekt negativer Realzinsen auf den Vermögensaufbau der Sparer. Für das Jahr 2018 beziffern wir den aus den Minus-Zinsen zu erwartenden Wertverlust des Geldvermögens auf eine Größenordnung von 40 Mrd. Euro.

Beiträge rund um das Thema „Geldanlage“ prägen auch die übrigen Rubriken dieser ersten Ausgabe von Friedrich. So widmen wir uns in der Anlagestrategie den Methoden zur Auswahl der „richtigen“ Aktien für das Jahr 2018. Mit der „Digitalen Disruption“ nehmen wir in unserem „Research-Thema“ einen Mega-Trend unter die Lupe, der derzeit in aller Munde ist – und selbstverständlich Chancen, aber auch Risiken birgt. Schließlich werfen wir noch einen Blick auf die Märkte der Schwellenländer, klassische Zufluchtsorte für Anleger in Zeiten extrem niedriger Zinsen.

Diese Mischung aus informativer und anregender Lektüre zeichnet Friedrich aus. Wissen wächst durch Gebrauch, deshalb teilen wir es gerne mit Ihnen, den Kunden der Volks- und Raiffeisenbanken. Wir hoffen, dass Ihnen dieser Ansatz so gut gefällt, dass Sie sich bereits auf die nächste Ausgabe freuen werden.

Aber jetzt erst mal: Viel Spaß mit der ersten Friedrich wünscht Ihnen

Ihr Stefan Bielmeier

Chefvolkswirt DZ BANK

# Inhalt

AUSGABE #1 / MÄRZ 2018



IM FOKUS

## Land unter

Nominalzins taucht ab unter Inflationsrate

Seite 5

---

## Divid., KGV, Zufall?

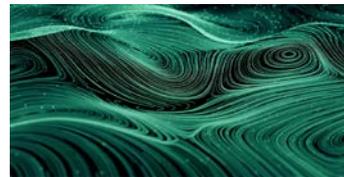
ANLAGESTRATEGIE

### Aktienstrategien im Check

Die Kunst der richtigen Aktienausswahl

Seite 9

---



RESEARCH-THEMA

### Die Kraft der digitalen Disruption

Wie „Superstar“-Firmen Wachstum neu definieren

Seite 13

---



WAS IST EIGENTLICH

### Was ist eigentlich ein Spread?

Und wie verhält er sich?

Seite 16

---



WUSSTEN SIE SCHON

### Mittelstand in blendender Verfassung

Seite 18

---



THINK-TANK

## Über den Tellerrand

Emerging-Markets Anleihen im Aufwind

Seite 20

---



MARKTPERSPEKTIVE

## In Bewegung

Was hielt und hält uns auf Trab?

Seite 23

---



GLOSSE

## Diogenes und die Blockchain-Propheten

Seite 28

---



MUSTERPORTFOLIO

## Mischpult

Seite 25

---

# Land unter

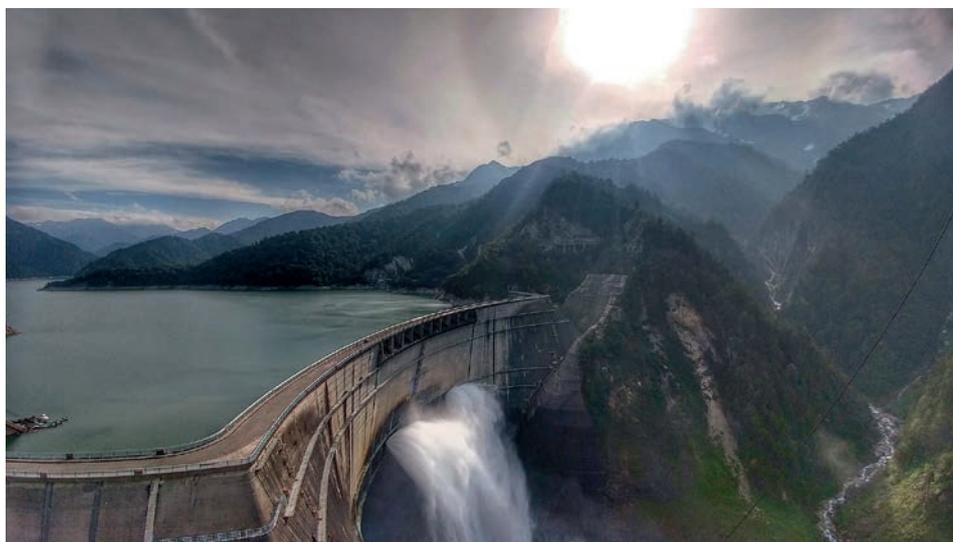
Nominalzins taucht ab unter Inflationsrate

IM FOKUS

/ Michael Stappel

**Private Haushalte füllen ihre Sparkonten trotz niedriger Zinsen und legen weiter einen hohen Anteil ihres verfügbaren Einkommens zur Seite. Dabei gibt es Alternativen.**

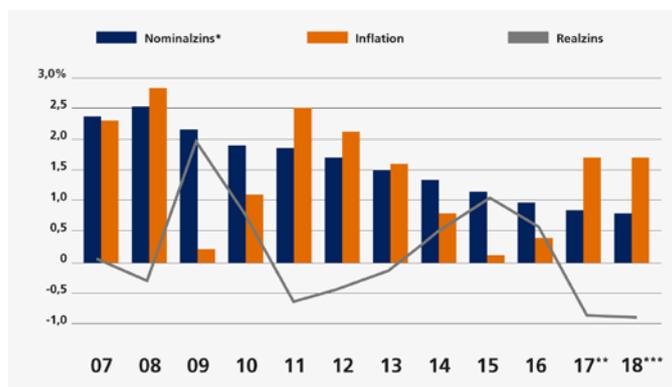
Die Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland sind 2017 erneut gestiegen, sogar noch stärker als 2016. Nach unseren vorläufigen Berechnungen erhöhte sich das Geldvermögen um rund 300 Mrd. Euro, entsprechend gut 5 Prozent, auf 6,1 Billionen Euro. Da die Verzinsung der Geldvermögen weiter extrem niedrig war, speist sich der Zuwachs weitestgehend aus neuen Ersparnissen: Die Sparquote stieg im vierten Jahr in Folge auf nun über 9,9 Prozent.



## Geldanlagestau verstärkt sich

Allerdings hat sich der seit einigen Jahren beobachtbare „Geldanlagestau“ im letzten Jahr weiter vergrößert: 2017 wurde rund die Hälfte aller neuen Anlagemittel in Form von Sichteinlagen und anderen täglich fälligen Geldern „zwischengeparkt“. Der Anteil von Sichteinlagen und Bargeld am gesamten privaten Geldvermögen ist inzwischen auf rund ein Viertel gestiegen. Vor längerfristigen festverzinslichen Anlagen scheuten die Anleger wegen der unbefriedigenden Verzinsung zurück, und die direkte oder indirekte Anlage in Aktien ist weiterhin unterrepräsentiert.

### „Land unter“ bei der realen Verzinsung privater Geldvermögen



\*durchschnittl. Nominalverzinsg. zinstragender Geldvermögensbestandteile (Einlagen, Rentenpapiere, Versicherg.) priv. Haushalte in DE nach Steuern & Vermög.verwaltg.aufwendg. \*\*vorläufig \*\*\*Prognose DZ BANK AG / Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

Hierzulande sind weniger als 14 Prozent des privaten Geldvermögens in Aktien angelegt. Davon entfällt etwa die Hälfte auf Direktanlagen in Aktien, die andere Hälfte auf Aktienfonds und Zertifikate. Wer hier dabei war, konnte von der Wertsteigerung der Aktien profitieren. Immerhin stieg der DAX im Jahresverlauf um 12,5 Prozent, auch der Euro Stoxx entwickelte sich positiv. Die Wertsteigerung von Aktienanlagen (Direktanlage, Aktien- und Mischfonds sowie Zertifikate) trug damit immerhin rund 90 Mrd. Euro zum Zuwachs des gesamten Geldvermögens bei.

**Deutsche sind eher risikoscheu.**

Allerdings profitierten die Privatanleger abhängig von der individuellen Risikobereitschaft und Portfoliostruktur ganz unterschiedlich von der guten Börsenentwicklung. Und insgesamt blieben die Wertsteigerungseffekte für das private Geldvermögen wegen des angesprochenen geringen Aktienanteils sehr begrenzt.

## Inflationsrate lässt Realzins negativ werden

Die Zinsen für die Neuanlage konnten sich 2017 auf extrem niedrigem Niveau immerhin stabilisieren, teilweise legten sie im Vergleich zu 2016 sogar ein klein wenig zu. Die durchschnittliche Umlaufrendite für inländische festverzinsliche Wertpapiere lag beispielsweise bei 0,3 Prozent, nach 0,1 Prozent im Jahr 2016. Die durchschnittliche Nominalverzinsung der privaten Anlagen sank dennoch weiter, weil auch 2017 wieder zahlreiche gut verzinsten Altanlagen fällig wurden und die frei werdenden Mittel größtenteils zu extrem niedrigen Zinssätzen angelegt oder zwischengeparkt wurden. Die nominale Durchschnittsverzinsung des Bestands an Bankeinlagen, Rentenpapieren und -fonds sowie Versicherungen, nach Abzug von Steuern und Verwaltungsaufwendungen, sank nach unseren Berechnungen auf nun 0,8 Prozent.

### Geldanlagestau: wachsender Anteil „zwischengeparkter“ Mittel\*



Bargeld und Sichteinlagen in % des Geldvermögens /  
Quellen: Bundesbank, DZ BANK

Schon in den vorausgegangenen Jahren war die Nominalverzinsung sehr niedrig. Allerdings war damals auch die Inflationsrate nahe null, sodass der Realzins noch leicht positiv blieb. Das hat sich 2017 mit dem Anziehen der Inflationsrate geändert. Der am harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessene Preisanstieg erhöhte sich von 0,4 Prozent im Jahr 2016 auf 1,7 Prozent im Jahr 2017. Wendet man diese negative Realverzinsung auf den Gesamtbestand an Einlagen, Rentenpapieren und -fonds sowie Versicherungen in Höhe von 4,5 Billionen Euro an, so ergibt das rechnerisch einen Wertverlust des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland von über 38 Mrd. Euro.

## Realverzinsung 2017 im negativen Bereich.

Von noch plus 0,6 Prozent im Jahr 2016 auf minus 0,8 Prozent im Jahr 2017.

## **Kaum veränderte Perspektiven im Anlagejahr 2018**

Ende Oktober letzten Jahres hatte der Rat der Europäischen Zentralbank entschieden, die Anleihenkäufe des Eurosystems ab Januar 2018 auf monatlich 30 Milliarden Euro zu reduzieren, aber in diesem Rahmen dann das Ankaufprogramm vorläufig bis mindestens September 2018 fortzuführen. Mit dieser Entscheidung dürfte uns die Niedrigzinsphase noch eine Weile erhalten bleiben.

Gleichzeitig kann 2018 wieder mit einer positiven konjunkturellen Entwicklung in Deutschland gerechnet werden: Nach unserer Prognose dürfte das Wirtschaftswachstum 2,2 Prozent erreichen. Die Inflationsrate in Deutschland dürfte mit voraussichtlich 1,7 Prozent in etwa unverändert bleiben.

Bei weiter niedrigen Nominalzinsen und unveränderter Inflationsrate müssen sich die privaten Haushalte also auch 2018 erneut auf negative Realzinsen einstellen. Der daraus resultierende Wertverlust des Geldvermögens dürfte wieder in der Größenordnung von 40 Mrd. Euro liegen.

### **Ausgewogenere Portfoliostruktur**

Um den Vermögensaufbau weiter voranzutreiben, muss ein Großteil der Bürger abermals gegen negative Realzinsen ansparen, anstatt vom Zinseszinsseffekt zu profitieren. Grund genug, sich intensiv mit der Geldanlage auseinanderzusetzen. Dabei sollte es für viele Privatanleger darum gehen, sich nach und nach von einer einseitig auf Zinsanlagen ausgerichteten Geldanlage zu verabschieden und allmählich eine ausgewogenere Portfoliostruktur anzustreben, die es erlaubt, besser an positiven Börsenentwicklungen zu partizipieren.

# Aktienstrategien im Check

Die Kunst der richtigen Aktiena Auswahl

ANLAGESTRATEGIE

/ Christian Kahler & Michael Bissinger

**Zu Jahresbeginn stehen viele Anleger vor der Frage, wie sie ihr Aktiendepot für das kommende Jahr richtig ausrichten sollen. Wir stellen drei Auswahlverfahren vor.**

Nur die wenigsten haben die Zeit oder die Muße, dafür die Geschäftsmodelle und Bilanzen von Hunderten von Einzelunternehmen zu durchstöbern. Zusätzlich erschwert und verteuert die neue Finanzrichtlinie MiFID II dem Investor den Zugang zu Informationen. Wer also nicht nur auf Fondsangebote und Indexfonds zurückgreifen oder aus dem Bauch heraus entscheiden möchte, der wird bei der Titelauswahl in der Regel um schematisierte Aktien-Screenings und Kennzahlenlisten nicht umhinkommen.

**Doch wie geht man am besten vor?**

Soll man auf die günstigsten Aktien setzen, und wenn ja nach welcher Kennzahl? Oder auf die teuersten – oder sind Momentum-Ansätze besser als kennzahlenbasierte Modelle? Auch bei Screenings sorgt die Vielzahl an Investmentansätzen dafür, dass normale Anleger schnell den Überblick verlieren. Zudem erscheinen verschiedene Modelle auf den ersten Blick interessant, bieten jedoch häufig keine aussagekräftigen Ergebnisse zum historischen Erfolg. Oder ist alles gar nur Zufall und man könnte mit der sogenannten „Monkey-Strategie“, dem Affen, der zufällig zehn Aktien auswählt, genauso viel verdienen?

**Die Kunst liegt also in der Wahl der richtigen „Screenings“.**

Die Anlagestrategien der DZ BANK haben verschiedene Auswahlverfahren auf ihren Erfolg in den vergangenen 15 Jahren getestet. Basierend auf den jeweiligen Kriterien wurde dafür für jeweils ein Jahr das beste Portfolio ausgewählt und zu Beginn des Folgejahres neu ausgerichtet. Das Portfolio umfasste immer die zum jeweiligen Zeitpunkt zehn besten Aktien, jeweils gleichgewichtet, aus dem HDAX (alle im DAX, MDAX und TecDAX notierten Börsenwerte).



Dogs of the Dow

Drei Auswahlverfahren erzielten eine deutliche Überrendite und stellten sich somit als besonders erfolgreich heraus.

---

#### **01 Der Kennzahlen-Mix / zielführend, aber umständlich**

Zu den bekanntesten Kennzahlen gehören das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und die Dividendenrendite (Dividende : aktueller Aktienkurs x 100). Isoliert betrachtet besitzen beide eine sehr unterschiedliche Aussagekraft für den Anlageerfolg. Zugleich wurde aber deutlich, dass ein aggregierter Mix aus den jeweils günstigsten Kennzahlen das beste Ergebnis der untersuchten Screenings liefern konnte. Allerdings dürfte dieses Auswahlverfahren für viele Privatanleger schon wegen des notwendigen Datenmaterials nicht ohne professionelle Hilfe durchzuführen sein.

---

#### **02 Die Dividendenstrategie / einfach, aber erfolgreich**

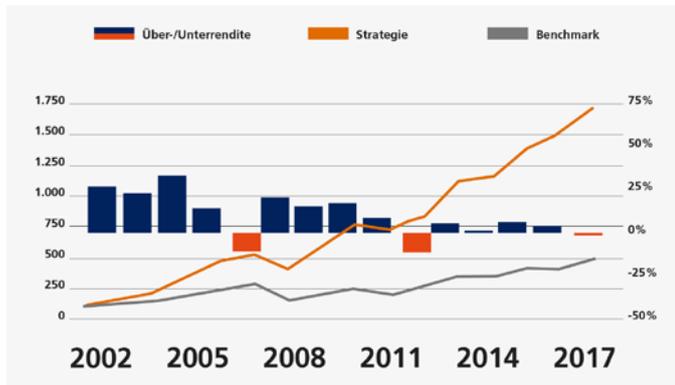
Umso überraschender ist, dass eine relativ einfache Dividendenstrategie ein kaum schlechteres Ergebnis geliefert hätte. Bekannt ist diese in den USA unter dem Begriff „Dogs of the Dow“, wobei „Dog“ ein umgangssprachlicher Begriff für eine unterbewertete Sache ist. Die Strategie besteht darin, zu Beginn eines Börsenjahres auf die zehn Titel im Dow Jones mit der höchsten Dividendenrendite zu setzen. Dieses Vorgehen hat sich nicht nur am US-Aktienmarkt, sondern auch in der Untersuchung der DZ BANK als überaus erfolgreich erwiesen.

---

#### **03 Der Momentum-Ansatz / auf Gewinner setzen**

Ein weiteres relativ einfaches und dennoch geeignetes Auswahlverfahren ist der Momentum-Ansatz. Er setzt in seiner erfolgreichen Variante auf die Gewinner des Vorjahres, also auf diejenigen Aktien mit der besten Kursentwicklung. Nicht erfolgreich zeigte sich hingegen der von vielen intuitiv gewählte Ansatz, auf die Verlierer des Vorjahres zu setzen: Auf ein negatives Momentum zu setzen – in der Hoffnung, dass sich dieses im folgenden Jahr wieder umkehrt –, war von allen getesteten Auswahlstrategien die schlechteste. Auch am Aktienmarkt behalten eben Gewinner und Verlierer häufig ihre Rollen bei.

## 01 Kennzahlen-Mix



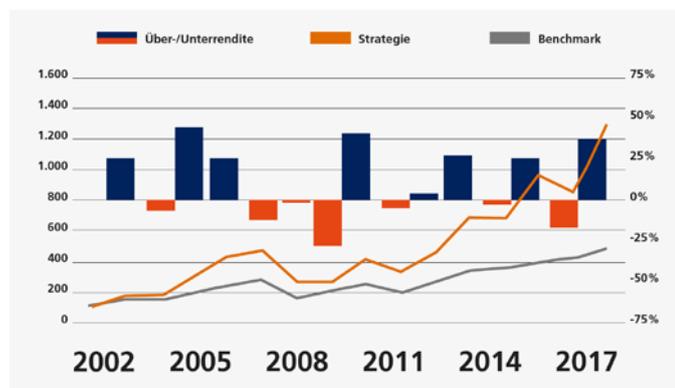
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## 02 Dividendenstrategie

	Unternehmen	Sektor	Land	MK	Kurs	Währung	Dividenden Rendite 2017e	Dividenden Rendite 2018e	Dividenden Ausblick	DZ BANK Anlageurteil
1	Telefónica Deutschland	Telekommunikation	DE	12.056	4,1	EUR	6,4%	6,6%	↗	Verkaufen
2	ProSieben Sat1 Media	Medien	DE	6.417	29,9	EUR	6,4%	6,6%	↗	Halten
3	Aarel Bank	Banken	DE	2.439	40,8	EUR	5,5%	5,6%	↑	Kaufen
4	freenet	Telekommunikation	DE	4.126	32,2	EUR	5,1%	5,3%	↗	Kaufen
5	innogy	Versorger	DE	18.478	33,3	EUR	4,9%	4,9%	↑	Halten
6	Deutsche Telekom	Telekommunikation	DE	66.188	14,4	EUR	4,5%	4,9%	↑	Kaufen
7	E.ON	Versorger	DE	17.415	8,9	EUR	3,3%	4,8%	↑	Kaufen
8	Daimler	Automobile	DE	80.249	75,0	EUR	4,6%	4,7%	↗	Halten
9	Munich Re	Versicherungen	DE	30.847	192,3	EUR	4,6%	4,7%	↗	Halten
10	Deutsche EuroShop	Finanzdienstleister	DE	2.013	32,6	EUR	4,5%	4,7%	↗	Kaufen

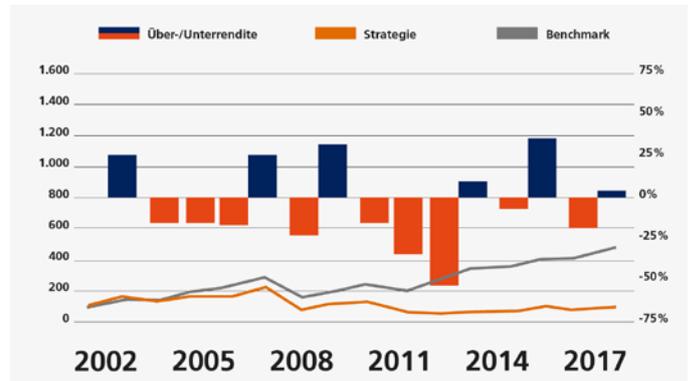
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## 03 Momentum- Ansatz / positiv



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## 03 Momentum- Ansatz / negativ



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## Der Zufall allein führt nicht zum Erfolg

Die Analyse hat auch gezeigt, dass mit willkürlich durch eine Zufallsfunktion ausgewählten Aktien keine nachhaltige Überrendite erzielt werden kann. Zwar ist es mit Glück möglich, in dem ein oder anderen Jahr eine Outperformance zu erzielen, allerdings wird diese längerfristig durch genauso viele Jahre mit sehr schwacher Rendite aufgezehrt. Zudem unterliegt dieses Portfolio einer sehr hohen Schwankung und damit für die langfristige Vermögensmehrung nicht hilfreich.

## Diversifikation bleibt das Zauberwort

Trotz der teils überzeugenden Ergebnisse sollten Anleger nicht blind der Statistik vertrauen und alles auf die Nummer eins einer Auswahlliste setzen. Zum einen können Kennzahlen einen falschen Eindruck erwecken. So kann es sein, dass das bilanzierte Eigenkapital nicht nachhaltig ist beziehungsweise die versprochene Dividende nicht ausbezahlt wird. Gerade optisch günstige Unternehmen leiden häufig unter einer schwachen Geschäftsentwicklung oder stehen sogar in Verbindung mit Skandalen und unterliegen somit einem höheren Risiko. Zum anderen leben diese Portfolios von der Diversifikation: In unserer Untersuchung wurde stets in zehn Aktien investiert und der Erfolg des Ganzen konnte somit Verluste einzelner Titel überkompensieren.



Diversifikation

Damit bestätigt sich mal wieder die alte Börsenweisheit „Lege nicht alle Eier in einen Korb.“ Diese – wahrscheinlich wichtigste – Regel der Kapitalanlage sollten Privatanleger in jedem Fall beherzigen: Denn nur wer sein Geld auf unterschiedliche Werte und möglichst auch verschiedene Anlageklassen verteilt, kann das Risiko verringern.

# Die Kraft der digitalen Disruption

Wie „Superstar“-Firmen Wachstum neu definieren

RESEARCH-THEMA

/ Christian Kahler

**Der Computer hat die Schreibmaschine abgelöst, die Dampfmaschine die Muskelkraft und das Rad den Schlitten. Insofern sind Innovationen, so paradox dies klingt, nichts Neues. Schon immer haben Erfindungen gängige Technologien, Produkte oder Dienstleistungen verdrängt.**

Was wir derzeit beobachten, ist, dass Unternehmen aus der Informations- und Kommunikationstechnologie das Internet zum Aufbau von Absatzmärkten nutzen, um innerhalb kurzer Zeit Hunderte von Millionen oder gar Milliarden von Nutzern zu erreichen – siehe Facebook oder Google. So entstehen immer neue Geschäftsmodelle, die zum Teil tief greifende Veränderungen nach sich ziehen.

Diese „digitale Disruption“ zwingt ganze Branchen zum Umdenken. An den Börsen ist die digitale Revolution längst Realität geworden. Stammten vor zehn Jahren noch vier der fünf weltgrößten Unternehmen aus dem Industrie- oder Bankensektor, kommen sie heute allesamt aus der US-amerikanischen Technologie- und Internetbranche. Apple wird vom Markt heute mit über 800 Mrd. Euro bewertet; General Electric, zu Beginn des Jahrtausends die Nummer eins, gerade noch mit 110 Mrd. Euro. Zugegeben: Solche Bewertungen machen geradezu schwindlig, zumal wenn man weiß, dass deutsche Riesenkonzerne wie Siemens gerade einmal eine Marktkapitalisierung von 86 Mrd. Euro auf die Waage bringen.

## Superfirmen dringen in neue Geschäftsfelder vor

Dennoch: Von einer Blasenbildung am Gesamtmarkt wie im Jahr 2000 kann nicht die Rede sein. Vielmehr nehmen die Top-5-Gesellschaften – Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon und Facebook – weltmarktbeherrschende Positionen ein, die bereits zu einer hohen Profitabilität geführt haben (Apple) oder noch führen können (Amazon). Zudem agieren sie in Märkten, in denen in den kommenden Jahren noch deutliches Wachstum erzielt werden kann. Beispiel Amazon: In seinem Kerngeschäft, dem Online-Versandhandel, hat der Marktführer 2016 einen Umsatz von 112 Mrd. US-Dollar erzielt. Gemessen am Gesamtvolumen des weltweiten Online-Einzelhandels entspricht dies aber „lediglich“ einem Marktanteil von 6 Prozent und sogar nur 0,6 Prozent des weltweiten Einzelhandels (stationär und online).



Cloud Computing

Dies bietet selbst im Kerngeschäft noch genügend Raum für eine erfolgreiche Expansion. Hinzu kommen neue Geschäftsfelder. Diese Strategie verfolgt Amazon bereits seit einiger Zeit, beispielsweise in Form der Cloud-Computing-Plattform „Amazon Web Services“. Extrem kapitalintensive Geschäfte, wie etwa eine immer wieder ins Spiel gebrachte Übernahme eines Autoherstellers, halten wir eher für unwahrscheinlich; das Verlustrisiko scheint zu groß.

### Wo geht die Reise hin?

Das exponentielle Wachstum dieser wenigen „Superstar“-Firmen dient jungen Gründern als Vorbild: Nicht selten sind es gerade Start-ups, die mit ihren innovativen Geschäftsmodellen oder Technologien „disruptiv“ wirken. So zum Beispiel Online-Lieferdienste für Pizza: Eine bereits existierende Nachfrage aus der „analogen“ Welt wird mit äußerst hohen Wachstumsraten in ein neues digitales Produkt umgeleitet und verändert den Markt. Häufig steckt hinter diesen Konzepten die Ökonomie des Teilens, Stichwort: Car-Sharing oder Room-Sharing. Doch diese „Sharing Economy“ könnte in den kommenden Jahren an ihre Grenzen stoßen.



Künstliche Intelligenz

Man denke hier nur an die lokalen Proteste und Verbote gegen Unternehmen wie Uber (Taxi) und AirBnB (Übernachtungen). Das Wachstum vieler „Superstar“-Firmen kann nicht unbegrenzt sein – auch wenn sich die digitale Disruption fortsetzt und sie mit neuen Technologien, beispielsweise der Blockchain (dezentrale Verschlüsselungstechnik von Datenblöcken), noch weitere Meilensteile vor sich hat. Möglicherweise wird dann eine stärkere Kooperation der Firmen erforderlich sein, die sich schon heute in zahlreichen Geschäftsfeldern überlappen: So beschäftigt sich die Mehrzahl der führenden IT-Unternehmen unter anderem mit den Bereichen Cloud-Computing, künstliche Intelligenz, Heim-Assistenten und autonomes Fahren.

### Künftige Gewinner kaum vorherschaubar

All diese Entwicklungen sind für den Anleger schwer vorzusehen. Ähnlich wie in früheren Innovationschüben ist es nahezu unmöglich, DEN richtigen Gewinner im Vorhinein zu erkennen. Man erinnere sich an die Spekulationsblasen, die sich häufig als Folge von Boomphasen neuer Technologien bildeten – so die Automobilblase 1919-1921 und die weltweite Internetblase zwischen 1994 und 2000. Zweifellos haben die technologischen Errungenschaften die Welt weit vorangebracht. Trotzdem haben fast alle Investoren, die damals auf Automobil- oder später Internet-Aktien gesetzt haben, Schiffbruch erlitten. Denn kaum jemand konnte absehen, welche drei der ehemals Tausenden US-Automobilproduzenten Jahrzehnte später überleben würden. Es waren Ford, GM und Fiat Chrysler.



Autonomes Fahren

Auch im Jahr 2000 wurden Hunderte Internetfirmen bejubelt, überlebt haben jedoch die wenigsten – selbst Amazon nur unter stärksten Schwankungen. Alle anderen heutigen „Superfirmen“ waren „Latecomer“, die erst Jahre später gegründet wurden (wie Facebook und Google). Ähnlich sieht es heute aus. Anleger sollten daher nicht versuchen, auf einzelne Unternehmen zu setzen, sondern eine Fondslösung bevorzugen.



# Was ist eigentlich ein Spread?

Und wie verhält er sich?

## WAS IST EIGENTLICH?

✍ Pascal Segesser

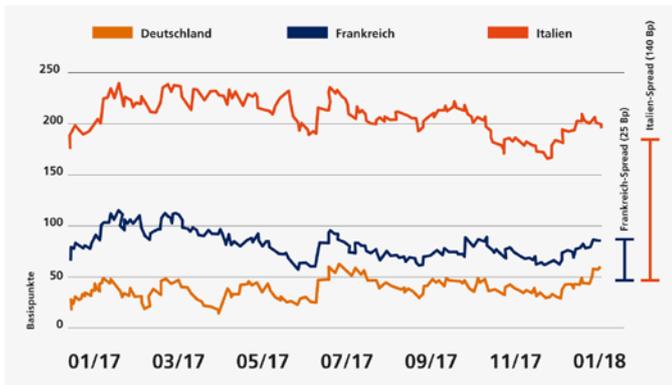
**Den Begriff Spread – englisch für Spanne, Spreizung – nutzen wir im deutschen Sprachgebrauch hauptsächlich im Finanzwesen. Wir benennen damit den Abstand zwischen zwei Werten, in der Regel die Ertragsraten zweier Finanzinstrumente.**

Im Universum der festverzinslichen Staatsanleihen geht es um Rendite-Spreads. Ein solcher Spread beschreibt die Differenz der Renditen zweier Anleihen gleicher Laufzeit. Eine der beiden ist üblicherweise die Rendite der als „risikofrei“ angesehenen deutschen Staatsanleihen und dient als Vergleichsmaßstab. Ihr wird die Rendite einer anderen Staatsanleihe gegenübergestellt.

**Der Spread reflektiert die Einschätzung des Marktes über das Risiko eines bestimmten Emittenten innerhalb der Eurozone, also ohne Währungsrisiko.**

Damit stellt er ein Maß der Bonität des jeweiligen Landes dar. Bei länger laufenden Anleihen sind die Spreads meist größer als bei Kurzläufern, da das Risiko einer Anleihe sich über längere Zeit summiert. Zurzeit liegen die Renditen zehnjähriger Anleihen aus Deutschland bei rund 0,50%, aus Frankreich bei 0,75% und aus Italien bei 1,90% – in der Sprache der Rentenmärkte also bei 60, 85 und 200 Basispunkten. Der Spread für Frankreich liegt bei 25 Basispunkten, für Italien bei 140 Basispunkten. Das ist auch konsistent mit den Ratings der beiden Länder: Frankreich ist mit AA, Italien mit BBB eingestuft.

## Relative Rendite-Abstände zehnjähriger Staatsanleihen



Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg

## Spreadverlauf Frankreich



Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg

**Rendite-Spreads ermöglichen  
aktuelle Bestandsaufnahmen &  
historische Analysen.**

Spread-Veränderungen spiegeln Veränderungen in der relativen Risiko-Einschätzung der Länder, und zwar unbeeinflusst von Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus. Ein steigender Frankreich-Spread beispielsweise steht für eine Verschlechterung der französischen oder eine Verbesserung der deutschen Kreditwürdigkeit. Ein fallender Spread signalisiert dagegen eine Verbesserung des Risikoprofils für Frankreich im Verhältnis zu Deutschland. Die Hintergründe solcher Spread-Veränderungen sind meist in der Politik (z.B. Wahlen, Reformen) oder in konjunkturellen Faktoren (z.B. BIP-Wachstum, Stimmungsindikatoren) zu suchen, aber auch das Schuldnerprofil oder die Emissionstätigkeit eines Landes haben einen Einfluss.

Die politischen Einflüsse sind an der Entwicklung des französischen Spreads (Bild 2) gut zu erkennen: Im Herbst 2016 kam am Markt die Sorge über einen möglichen Wahlsieg von Marine Le Pen auf – der von ihrer Partei befürwortete Euro-Austritt Frankreichs hätte sehr wahrscheinlich negative Auswirkungen auf die Bonität des Landes gehabt. Nach der Präsidentschaftswahl am 23. April 2017, bei der der als europäerfreundlich eingeschätzte Emmanuel Macron siegte, reduzierten sich die Spreads schnell. Andere europäische Spreads veränderten sich in dieser Zeit nur wenig – in den Frankreich-Spreads wurde also die Marktreaktion auf die dortigen politischen Ereignisse sichtbar.

# Mittelstand in blendender Verfassung

WUSSTEN SIE SCHON?

✍ Dr. Michael Holstein

**Zum zweiten Mal in Folge erklimmt die Einschätzung der Geschäftslage im deutschen Mittelstand in unserer VR Mittelstandsumfrage ein Allzeithoch: Neun von zehn mittelständischen Unternehmen bewerteten gegen Jahresende 2017 ihre aktuelle Lage als „gut“ oder „sehr gut“.**

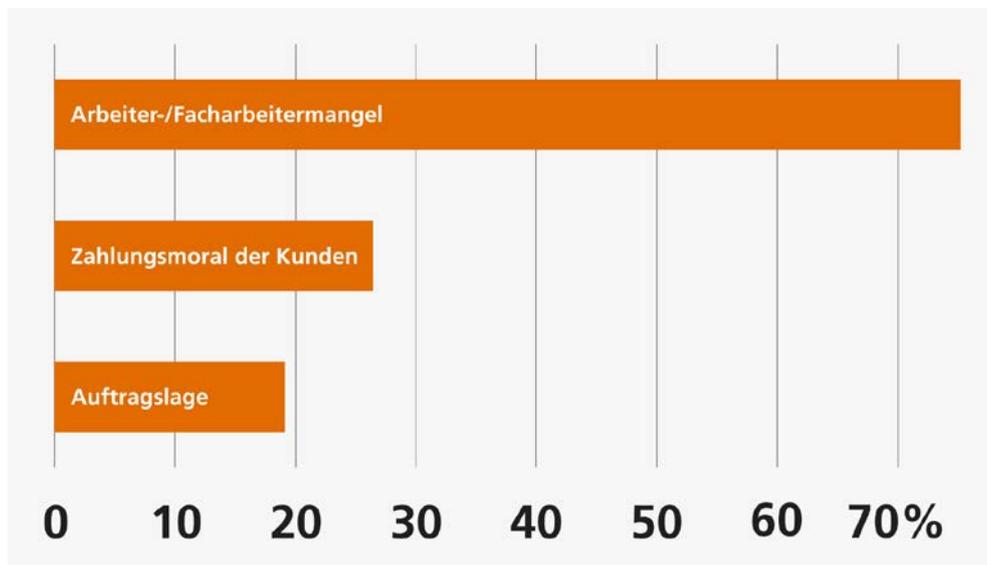
Eine wichtige Rolle für den Mittelstand nimmt weiterhin das Auslandsgeschäft ein. Über die Hälfte der befragten Unternehmen sind im Ausland aktiv, und zwar rund um den Globus. Bevorzugt werden aber eindeutig die Länder der Europäischen Union und des Euro-Raums. Der Mittelstand kann somit von der guten wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland und Europa profitieren. Mehr als acht von zehn Mittelständlern wollen in den nächsten Monaten in ihr Unternehmen investieren. Auch das ist ein neuer Rekordwert. Die gute Stimmung der Mittelständler zeigt sich auch auf dem Arbeitsmarkt.

**Knapp ein Drittel der Unternehmen plant, im nächsten halben Jahr zusätzliches Personal einzustellen.**

Die seit 2010 anhaltende Beschäftigungsoffensive der kleinen und mittleren Unternehmen stößt aber an Grenzen: Fast 80 Prozent der Mittelständler machen sich mittlerweile Sorgen über den Fachkräftemangel. Die Schwierigkeiten, geeignetes Personal zu finden, stehen in der Rangliste der „Sorgen-Themen“ der Unternehmen ganz klar an erster Stelle.

## Sorgenthema Nachfolge

Mehr als jedem vierten Mittelständler bereitet auch eine anstehende Unternehmensnachfolge Sorgen. Dabei steht nicht nur die Art der Betriebsübergabe im Blickpunkt. Beinahe die Hälfte der Betroffenen sieht zudem Belastungen im Tagesgeschäft. Fast ebenso vielen fällt die Trennung vom Unternehmen schwer und sie sorgen sich um Weiterbeschäftigung der Mitarbeiter sowie um die Standortsicherung. Nicht mehr ganz so gut wie in der Umfrage vor einem halben Jahr beurteilen die Mittelständler die Geschäftserwartungen. Dies überrascht jedoch nicht. Denn: Je besser die aktuelle Lage eingeschätzt wird, desto schwieriger ist es für Unternehmen, weitere Verbesserungen in den kommenden Monaten zu erkennen. Traditionelle Konjunkturthemen wie eine mangelnde Zahlungsmoral der Kunden oder eine unbefriedigende Auftragslage spielen für die Unternehmen derzeit eine untergeordnete Rolle.



Quelle: VR-Mittelstandsumfrage

insgesamt präsentiert sich der deutsche Mittelstand zum Jahresende 2017 damit in ausgezeichneter Verfassung und gut gerüstet für die Herausforderungen der Zukunft. Die ausführliche Darstellung finden Sie in der Studie „Mittelstand im Mittelpunkt“, die halbjährlich von der DZ BANK in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) veröffentlicht wird.



# Über den Tellerand

Emerging-Markets-Anleihen im Aufwind

THINK-TANK

/ Torsten Hähn

**Am Anleihemarkt lohnt ein Blick auf die sogenannten Emerging Markets. Die Schwellenländer profitieren in besonderem Maße von der florierenden Weltkonjunktur und erholten Rohstoffpreisen.**

Zudem haben sie vielfach noch ein höheres Zinsniveau als die Industrieländer oder bieten – bei Anlagen in harter Währung – einen entsprechenden Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen aus Deutschland (siehe hierzu auch die Rubrik „Was ist eigentlich ein Spread?“). Die Kombination aus hohem Wachstumspotenzial und vorhandenen Mehr-Renditen rückt EM-Anlagen immer wieder in den Blickpunkt.

Als Emerging Markets – obgleich eine allgemeingültige Definition nicht existiert – bezeichnen Ökonomen solche Länder, die die typischen Strukturmerkmale eines Entwicklungslandes überwunden haben. Sie weisen aufgrund zunehmender Industrialisierung oder Rohstoffexporten eine meist hohe Wachstumsdynamik auf. Unser DZ BANK Research untersucht insgesamt 17 dieser Emerging-Markets-Staaten, die alle auch Anleihen in Euro oder US-Dollar begeben – sogenannte Hartwährungs- oder Fremdwährungsanleihen.

## Fokus: Osteuropa und Lateinamerika

Die wichtigsten Regionen für in Euro denominierte Emerging-Markets-Anleihen sind Osteuropa und Lateinamerika. Osteuropa profitierte 2017 besonders von der Erholung der Eurozone. Die daraus resultierende gute konjunkturelle Verfassung der osteuropäischen Länder zeigt sich in niedrigen Arbeitslosenquoten und einem hohen wirtschaftlichen Expansionstempo. So konnte Ost- und Mitteleuropa im Jahr 2017 die Wachstumsmarke von 5 Prozent erreichen. Von solchen Zuwächsen ist Lateinamerika immer noch weit entfernt. Allerdings ist nach der Durststrecke in den Jahren 2015 und 2016 eine leichte Erholung auszumachen.

## Emerging Markets



## Verbesserte Risikobeurteilung

Vor diesem Hintergrund ist auch die Stimmung am Anleihemarkt in den letzten Monaten recht konstruktiv gewesen. Zur Beurteilung ziehen wir den gängigen Index für staatliche Emerging-Markets-Euro-Anleihen heran. Der Euro-EMBIGD umfasst rund 130 Staats- und Unternehmensanleihen aus 27 Ländern, wobei die Region Osteuropa mit knapp 60 Prozent den Schwerpunkt bildet, gefolgt von Lateinamerika mit knapp einem Viertel.

In den ersten Wochen des Jahres 2018 sanken die Renditeaufschläge gegenüber vergleichbaren Bundesanleihen zeitweilig unter die Marke von 130 Basispunkten. Dieser Wert markierte nicht nur den niedrigsten Stand seit knapp zehn Jahren, sondern liegt auch unterhalb des langfristigen Mittelwerts von 220 Basispunkten. Dass diese Bewegung temporär möglich war, lässt auf eine generell verbesserte Risikobeurteilung schließen, zumal die positiven Ausblicke der Ratingagenturen weiterhin die negativen Ausblicke überwiegen.

## Politische Risiken

Wichtigster Unsicherheitsfaktor bleibt, wie schon die letzten Wochen zeigten, die Politik. Einmal gilt dies für die globale Handelspolitik – besonders die Entscheidungen in Washington. Verunsicherungen hier haben im März dazu beigetragen, die Spreads wieder auf Niveaus von rund 150 Basispunkten zu bewegen. Zum anderen gilt es aber auch für die zahlreichen Wahlen 2018. In Lateinamerika stehen gleich sieben Urnengänge an, wobei die Präsidentschaftswahlen in Mexiko Anfang Juli und in Brasilien im Oktober die wichtigsten sind. Der Ausgang ist bei beiden Abstimmungen ungewiss, sodass ein möglicherweise neuer Regierungskurs den Markt verunsichern und die Perspektiven trüben könnte.

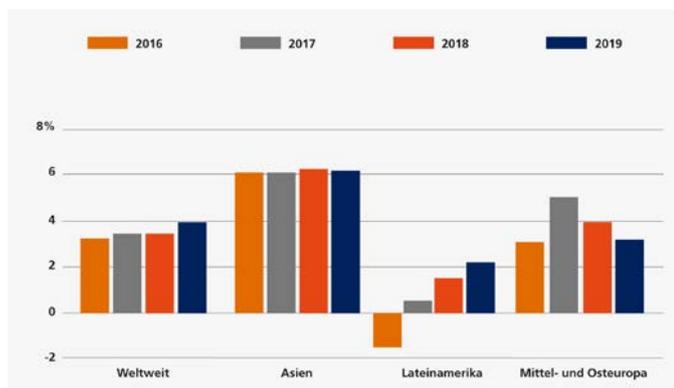
In Osteuropa bergen die Wahlen in Ungarn und Russland dagegen kaum Ungewissheit. Wladimir Putin tritt wenig überraschend seine vierte Amtszeit als Präsident an und auch in Ungarn dürfte mit Viktor Orbán der

bisherige Amtsinhaber weiter Regierungschef bleiben. In der Region kommt es eher darauf an, wie sich die Beziehungen zwischen Brüssel und einigen osteuropäischen Regierungen entwickeln, sodass der Markt keine längerfristigen Belastungen ableitet.

## Guter Rahmen

Insgesamt sind die Rahmenbedingungen für das Emerging-Markets-Anleihen im laufenden Jahr als solide einzuschätzen: Das Segment dürfte vom robusten Wirtschaftswachstum in den USA und in der Eurozone profitieren. Für wichtige Exportrohstoffe rechnen wir mit stabilen Preisen und breitflächigen Druck auf die Bonitätsnoten sehen wir nicht. In diesem Umfeld dürfte das Wachstum in Osteuropa dynamisch bleiben – trotz einer leichten Abkühlung gegenüber 2017. Zudem erwarten wir, dass die Wachstumszahlen in Lateinamerika zumeist etwas höher ausfallen als im vergangenen Jahr, nicht zuletzt auch aufgrund von überschwappenden Effekten der US-Steuerreform. Für 2019 rechnet das Research der DZ BANK sogar mit einer nochmaligen Zunahme des Expansionstempos in der Region. Eine allgemeine und globale Tendenz zu erhöhten politischen Risiken gilt es zwar zu beachten, grundsätzlich unterstellen wir für das Emerging-Markets-Segment im laufenden Jahr aber stabile Risikoprämien.

## BIP-Wachstum



Quelle: DZ BANK Research

← 22-51  
WALL ST

# In Bewegung

Was hielt und hält uns auf Trab?

## MARKTPERSPEKTIVE

/ Christoph Müller

### **Anfang 2018 standen die Zeichen für Anleger zunächst nicht schlecht, es ging in den ersten drei Wochen des Jahres an allen Aktienmärkten steil nach oben.**

Der DAX erreichte mit 13.600 Punkten einen neuen Rekord, doch dann fielen die Kurse im Verlauf des Februars und März deutlich. Was war geschehen? Neue Daten vom Arbeitsmarkt befeuerten in den USA die Furcht vor stärkerer Inflation und – als Reaktion darauf – einer aggressiveren Zinserhöhungspolitik der Notenbank (Fed). Der Ausverkauf an den Zinsmärkten ließ die Anleiherenditen steigen, sodass sie nun im Vergleich zu Aktien wieder attraktiver erscheinen. Das setzte wiederum die Aktienmärkte unter Druck, zumal auch die Ergebnisse einiger Unternehmen enttäuschten. Im März kam zusätzlich Unruhe in den Markt durch die Ankündigung von US-Präsident Donald Trump, Zölle auf die Einfuhr von Stahl und Aluminium zu erheben – ein mögliches Startsignal für einen globalen Handelskrieg.

### **Korrektur war längst fällig**

Auch wenn die Höhe der Kursverluste nach der lang andauernden Rally-Phase zunächst verstörend wirkte, so kam die Korrektur bei DAX & Co. für uns letztlich wenig überraschend. Denn dieses Tempo konnte auf Dauer nicht gehalten werden und eine Gegenbewegung war überfällig. So weit, so normal: Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass nahezu alle großen Aktienindizes unterjährig korrigieren und sich danach die Kurse innerhalb einiger Monate wieder erholen.

Die Frage ist also, ob es sich um eine solche „saisonale“ Korrektur handelt oder ob uns tatsächlich eine Rezessionsphase bevorsteht. Letztere geht – historisch gesehen – mit um rund 50% fallenden Kursen einher. Und dies halten wir in den USA für wenig wahrscheinlich, selbst wenn die US-Konjunktur „heiß“ laufen und die Fed zu einem restriktiveren Kurs veranlassen könnte.

Doch auch in puncto Inflation erwarten wir eine moderate Entwicklung. Angesichts einer soliden Konjunktur wird die Fed die Leitzinsen in diesem Jahr wohl in drei Schritten erhöhen. Daher sehen wir die Zehnjahresrendite amerikanischer Staatsanleihen auf Sicht der kommenden zwölf Monate bei 2,90 Prozent.

Erst ab einem US-Renditeniveau um 4 bis 5 Prozent neigen Aktienmärkte erfahrungsgemäß zu Schwächephasen. Ein solches Niveau sehen wir nicht.

## Für die Eurozone bleiben wir bei unserer Zinsprognose

Wir erwarten in der zweiten Hälfte 2018 einen leichten Anstieg der zehnjährigen Bund-Rendite auf ein Niveau von 0,80 Prozent. Die EZB wird mindestens bis September 2018 als Käufer im Anleihemarkt auftreten. Bis Jahresende dürfte sie dann ihre Nettokäufe auf null zurückfahren. Einen ersten Zinsschritt nach oben erwarten wir erst für das Jahr 2019.

Damit hinkt die europäische Zinspolitik der Wirtschaftsentwicklung hinterher. Denn auch in Europa sind die Konjunkturperspektiven positiv. Wir rechnen für dieses Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von 2,3 Prozent, das auf einer breiten Basis steht. Selbst in den kleineren Mitgliedsländern ist der Schwung aus der Weltkonjunktur angekommen. Damit sehen wir auch für die Kursentwicklung europäischer Aktien, namentlich des Euro Stoxx 50, Potenzial.

## DAX und Euro Stoxx 50 weiterhin attraktiv

Der von Analysten für dieses und nächstes Jahr erwartete Gewinnzuwachs bei den im Euro Stoxx 50 gelisteten Unternehmen beträgt im Schnitt knapp 10 Prozent. Auf Basis der für 2019 geschätzten Gewinne ist der Index mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,6 bewertet. Auch die Dividendenrendite (Dividende dividiert durch aktuellen Aktienkurs) von 3,8 Prozent – bezogen auf Ausschüttungen für 2018 – gehört zu den höchsten unter den etablierten Indizes weltweit.

Der DAX bietet aktuell eine Dividendenrendite von 3,2 Prozent, was dem Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre entspricht und in einem Umfeld steigender Gewinne und Dividenden attraktiv erscheint.

### Zehnjährige Bund-Rendite (in Prozent)



Quelle: DZ BANK

### DAX-Index (in Punkten)



Quelle: DZ BANK



# Mischpult

## MUSTERPORTFOLIO

/ Christian Kahler & Thorsten Wenzel

**Hier stellen wir Ihnen zwei 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, 26. März 2018**

Das anlageklassenübergreifende „DZ BANK Musterportfolio“ ist ein virtuelles Musterportfolio, das sich aus den Anlageklassen Aktien, Anleihen sowie Rohstoffwerten 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 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.

Zum 5. März 2018 haben wir den Aktienanteil am DZ BANK Musterportfolio von zuvor 60% auf 40% reduziert und im Gegenzug den Anteil an Anleihen um 20 Prozentpunkte auf 50% aufgestockt. Der Anteil an Rohstoffwerten bleibt bei 10%.

In Europa sollten die Unternehmensgewinne 2018 und 2019 um jeweils 10% zulegen. Die Bewertung von DAX und Euro Stoxx ist günstig, und deren Dividendenrendite gehört zu den höchsten unter den etablierten Indizes weltweit. Jedoch drohen die Positivfaktoren zunächst weiterhin von Zins-, Inflations- und Protektionismussorgen überstrahlt zu werden, wenngleich die harten volkswirtschaftlichen Daten hierfür keine Indikationen liefern. Aber die Ängste der Marktteilnehmer bleiben – zu lange und zu gut läuft der Konjunkturaufschwung. Infolge dieses instabilen Marktumfelds sind Kursrücksetzer nun wahrscheinlicher geworden, sodass wir uns per 5. März 2018 gezwungen sahen, die Aktienquote in unserem virtuellen Musterportfolio auf 40% zu reduzieren. Dies ist eine taktische Maßnahme, bei weiteren deutlichen Rücksetzern würden wir Aktien wieder deutlich aufstocken.

## Kursentwicklung seit Auflage



Quelle: DZ BANK

## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, 26.03.2018**

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 18 bis 25 Aktien aus dem Coverage-Universum der DZ BANK zusammen. Das Anlageurteil für die in den DZ BANK Aktienideen Global enthaltenen Aktien lautet „Kauf“. 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.“

Am 23. März 2018 haben wir DowDuPont aus der Liste herausgenommen und gleichzeitig Enel neu in die Liste aufgenommen. Der Austausch diente unter anderem dem Ziel, das Portfolio weniger anfällig für eventuell aufkommenden Protektionismus zu machen. Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 20. März 2018 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 105,7% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (+58,2%), der MSCI World Total Return in Euro (+89,8%) und der Stoxx 50 Gross Return (+39,9%). Im laufenden Jahr 2018 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertverlust von 0,9% erlitten, dabei aber besser performed als alle drei genannten Indizes. Dass sich diese gute virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.

## DZ BANK Aktienideen Global



Quelle: DZ BANK

# Diogenes und die Blockchain-Propheten

GLOSSE

/ Dr. Hans Jäckel

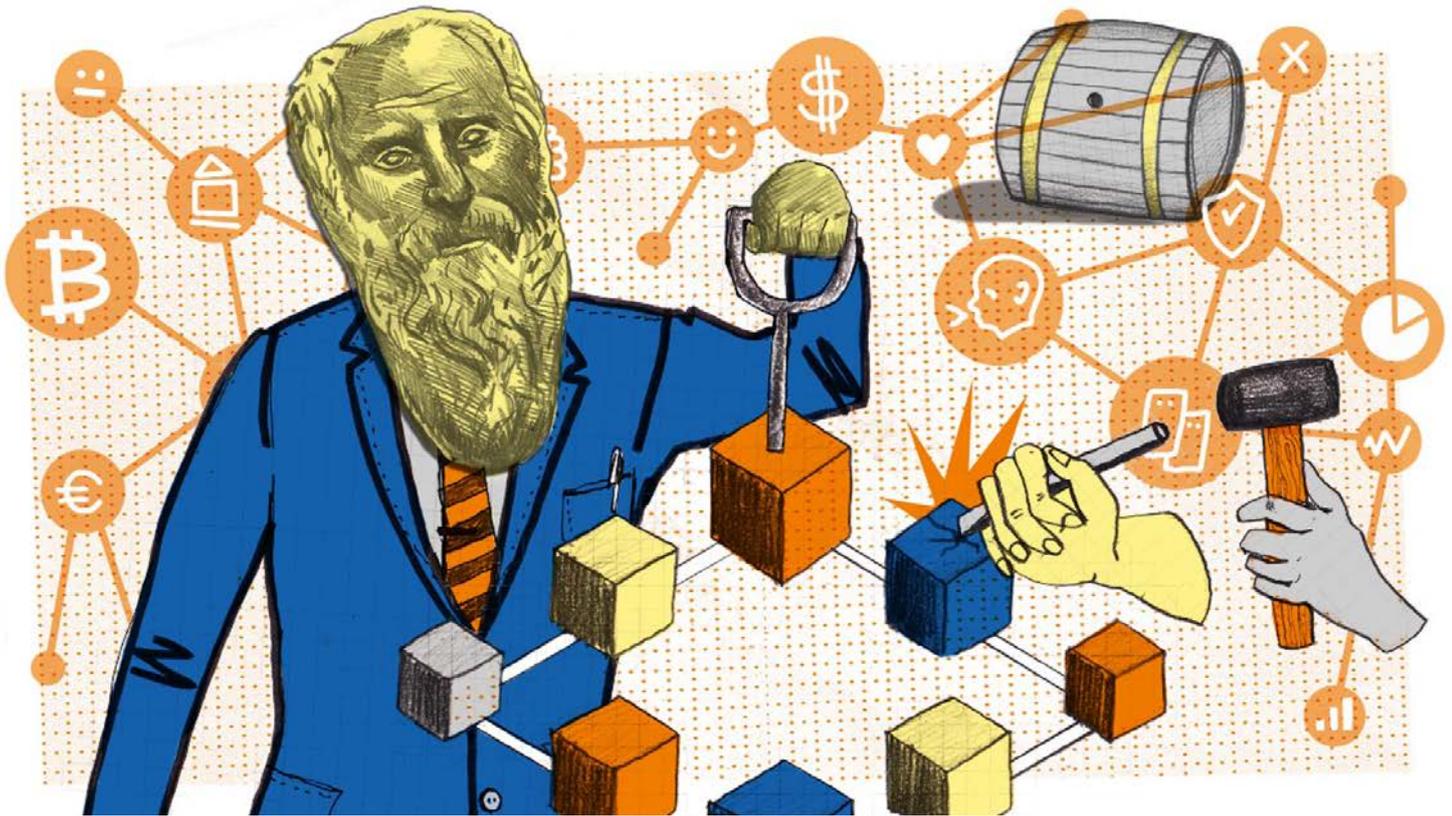
**Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig –  
unter anderem bei einer Bank.**

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, so dass er sich ein paar Gedanken macht.

Eines der Schlagwörter, die Diogenes reizen, ist Blockchain. Nein, nicht Bitcoin – davon lässt er lieber die Finger. Bitcoin ist zwar ein Anwendungsbeispiel für Blockchain, aber nur so, wie auch das Radio einmal ein Anwendungsbeispiel für den Transistor war. Außerdem gibt es auch Krypto-Währungen, die ohne Blockchain-Technologie auskommen. Die Qualität von Währungen wird eben nicht durch die dahinterstehende Technologie bestimmt, sondern durch vieles andere.

Die Blockchain selbst ist nichts anderes als eine Kette von Datenblöcken. Wenn ein neuer Block abgeschlossen wird – im Bitcoin-System geschieht das etwa alle zehn Minuten –, wird er mittels kryptographischer Verfahren (das muss Diogenes in diesem Leben nicht mehr verstehen) so mit dem vorausgegangenen verknüpft und an vielen verschiedenen Stellen gespeichert, dass jede nachträgliche Änderung praktisch unmöglich ist. Aha – es entstehen also nicht fälschbare Dokumente, so wie früher, als man noch auf Tontafeln oder Papyrus geschrieben hat. Was soll daran neu sein?

Jedenfalls verspricht Blockchain zahllose Anwendungsmöglichkeiten überall dort, wo es um die elektronische Übertragung nicht nur von Informationen, sondern von „Werten“ geht. Wenn ich heute per E-Mail jemandem ein Foto schicke, schicke ich ja nur eine Kopie, und das Original bleibt bei mir. Mit Blockchain soll es möglich werden, das Bild wirklich zu verschicken, sodass ich es nicht mehr habe. Oder, mit Bezug auf das Finanzwesen: Wenn ich im Online-Banking oder -Brokerage einen Auftrag erteile, sehe ich ja als Kunde nur die Information, dass ein Auftrag angenommen oder ausgeführt wurde. Die eigentliche Übertragung des Wertes läuft über die Zahlungssysteme der Banken. Wenn ich Bitcoin nutzen würde – und meine Geschäftspartner ausnahmslos auch –, bräuchte ich also keine Bank mehr. Ob das billiger wird oder besser funktioniert, sei dahingestellt.



Die Blockchain-Propheten versprechen, dass das für jede werthaltige Transaktion nötige Vertrauen irgendwie automatisch erzeugt wird. Kein Betrug mehr, keine Täuschung mehr, das System macht keine Fehler und erlaubt keine Unehrllichkeit. Wie das gehen soll, hat Diogenes noch nicht verstanden. Aber wenn es funktioniert, wäre es in der Tat epochal – seit dem biblischen Sündenfall hat es das nicht mehr gegeben. Die Menschen haben stattdessen gelernt, dass Vertrauen im Zusammenleben erworben und verdient werden muss, und sie haben Institutionen und Rechtsordnungen erdacht, die das erleichtern. Soll die Blockchain das alles ersetzen?

Was in den Blockchain-Datensätzen drinsteht, wer sie eingibt, wo und bei wem sie aufbewahrt werden, das kommt darauf an, was der konkrete Anwendungsbereich ist. Gut vorstellen kann man sich ein Blockchain-Grundbuch – alles in Stein gemeißelt für die Ewigkeit, keine fehlenden oder unleserlichen Seiten mehr. Macht der pflichtgetreue Katasterbeamte beim Eintragen einen Fehler, dann bleibt auch der stehen und wird durch einen korrigierenden Eintrag behoben. So soll es sein.

Bei anderen Anwendungen, die im Gespräch sind, ist Diogenes skeptischer. Schon wird über einen Blockchain-basierten Staat spekuliert, in dem sämtliche wirtschaftlichen Transaktionen über diese anonyme Allmacht abgewickelt werden. Alles auf ewige Zeiten unabänderlich und unanfechtbar zu speichern, ohne dass irgendeine ansprechbare Person oder Institution die Hoheit über die Daten hat, das könnte gefährlich werden. Diogenes ist nicht der Einzige, der sich vorstellen kann, dass da ein neuer „Leviathan“ entsteht, der unsere Freiheit auf nie zuvor gesehene Weise einschränken könnte.

Er ist aber willens, sich positiv überraschen zu lassen. Immerhin hat er schon manches gesehen, was die alten Griechen sich nicht hätten träumen lassen. Ihnen war es zum Beispiel nicht möglich, Kunstwerke, Bilder, Texte, Musikstücke oder auch Ideen einfach so zu kopieren, dass die Kopie nicht vom Original zu unterscheiden ist. Heute geht das, dank Computer – mit dem Ergebnis, dass die Maler, Dichter und Musiker sich betrogen fühlen. Blockchain verspricht da vielleicht eine Lösung. Irgendwie werden die Urheberrechte digital – und unfälschbar – in das Bild, den Text oder das Musikstück eingebaut. So könnten die Schöpfer der Kunstwerke wieder zu ihrem Recht kommen. Da Diogenes sich auch als (Lebens-)Künstler sieht, freut ihn das.

## IMPRESSUM

### Herausgeber

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

### Vertreten durch den Vorstand

Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann ,  
Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich

### Generalbevollmächtigter

Uwe Fröhlich

### Aufsichtsratsvorsitzender

Helmut Gottschalk

### Sitz der Gesellschaft

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

### Aufsicht

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

### Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

### Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.

### angeschlossen

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

### Verantwortlich für den Inhalt

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main