



DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#1
März 2021

New Kid on the Block

Über die steigende Beliebtheit von Aktien in Deutschland

Inhalt

AUSGABE #1/ 2021



IM FOKUS

New Kid on the Block

Über die steigende Beliebtheit von Aktien in Deutschland

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Gipfelsturm

Inflations- und Zinssorgen nicht von Dauer

Seite 10



ANLAGESTRATEGIE

Gekommen, um zu bleiben

Vom Nutzen niedriger Zinsen

Seite 13



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Bitcoin

Do(n't) believe the hype

Seite 16



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 19



**WUSSTEN SIE SCHON?
Was Aktien, Fonds und
Zertifikate unterscheidet**

Rentabel investieren in Zeiten von
Null- und Negativzinsen

Seite 25



**WAS IST EIGENTLICH
Diversifikation?**

Die Mischung macht's

Seite 28



**THINK-TANK
Gefährliche Langzeitfolgen**

Was Corona für die Staatsfinanzen bedeutet

Seite 31



**GLOSSE
Alles ist auch nichts**

Diogenes und die Grenzen exponentiellen Wachstums

Seite 34

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 36

Aktien Aktien Aktien

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

wie gehen Sie in Ihren persönlichen Anlageentscheidungen mit dem Thema Niedrigzinsen um? Diese Frage müssen sich alle Anleger in diesen Tagen immer wieder neu stellen. Vielfach lautet die Antwort einfach: „Ich warte ab, bis die Zeiten sich wieder ändern.“ Somit bleibt das Geld oft einfach auf dem Girokonto liegen. Doch Nichtstun kann in diesem Zusammenhang ziemlich teuer sein.

Natürlich ist das Thema nicht neu. Denn leider begleiten uns die Nullzinsen ja nun schon seit einiger Zeit, und es sieht nicht so aus, als sollte sich daran in den nächsten zwei oder drei Jahren etwas ändern. Um mehr zu den Hintergründen und möglichen Alternativen zu erfahren, darf ich Ihnen den Beitrag „Gekommen, um zu bleiben – Vom Nutzen niedriger Zinsen“ in unserer Rubrik „Anlagestrategie“ empfehlen.

In der vorliegenden Friedrich-Ausgabe beschäftigen wir uns nicht zum ersten Mal mit den schwierigen Fragen, die sich für den Anleger in Zeiten der Null- und Negativzinsen stellen. Dem Anspruch auf einen vollständigen Überblick über die Alternativen zu Sparbuch, Festgeld & Co. können wir dabei nicht gerecht werden. Deshalb konzentrieren wir uns vielmehr auf die aus unserer Sicht naheliegende und vielversprechendste Anlagemöglichkeit, nämlich die Investition in Aktien.

Denn auch immer mehr Privatanleger erkennen mittlerweile die Vorteile des Sparens mithilfe von Aktien. In den ersten drei Quartalen 2020 stiegen die Netto-Aktienkäufe der privaten Haushalte in Deutschland immerhin auf das Dreifache der durchschnittlichen Geldvermögensbildung in dieser Anlageform in den Vergleichszeiträumen der letzten Jahre.

Steigende Mittelzuflüsse konnten auch bei Fonds und Zertifikaten registriert werden. Gerade diese eignen sich, wenn man vor dem Aufwand zurückschreckt, sich stetig mit den Vor- und Nachteilen von Branchen, Unternehmensstrategien und Marktentwicklungen auseinanderzusetzen. Was Aktien, Fonds und Zertifikate unterscheidet, schauen wir uns in der Rubrik „Wussten Sie schon?“ genauer an und erklären in „Was ist eigentlich?“ die goldene Regel der Geldanlage, die Diversifikation.

Zum Ende des Editorials noch eine persönliche Anmerkung: Als neuer Chefvolkswirt der DZ BANK wünsche ich Ihnen an dieser Stelle zum ersten Mal eine spannende und anregende Lektüre und freue mich – hoffentlich gemeinsam mit Ihnen – bereits auf die nächste Ausgabe des Friedrich im Juni.

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



New Kid on the Block

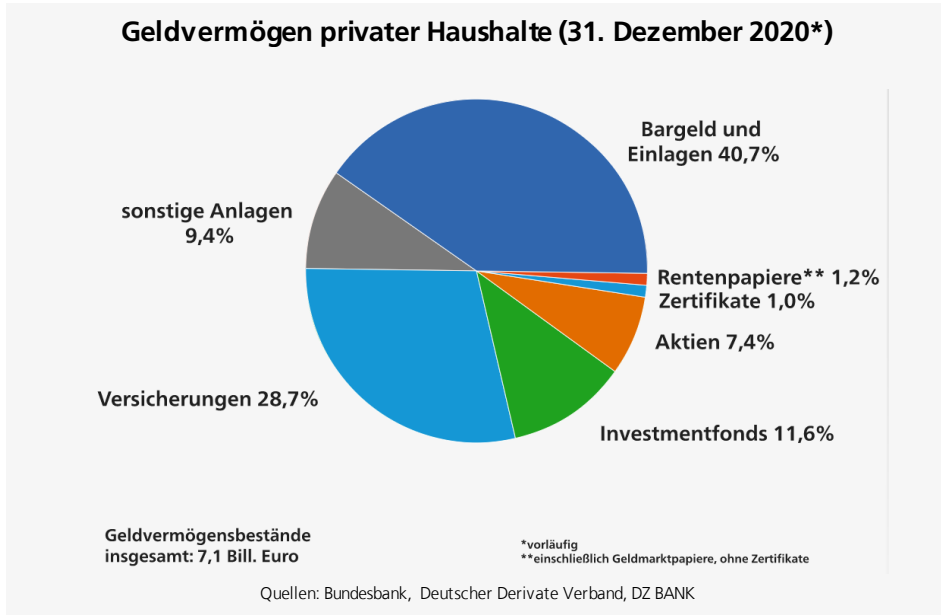
Über die steigende Beliebtheit von Aktien in Deutschland

IM FOKUS

Michael Stappel, Economist

Aktuell bestehen gut zwei Drittel des deutschen Geldvermögens aus Bankeinlagen, Bargeld und Versicherungen. Gleichzeitig führt die anhaltende Niedrigzinsphase auch bei den eher sicherheitsorientierten deutschen Privatanlegern zu einem gesteigerten Interesse an Dividendenwerten. Was bedeutet das für den Geldanlagestau?

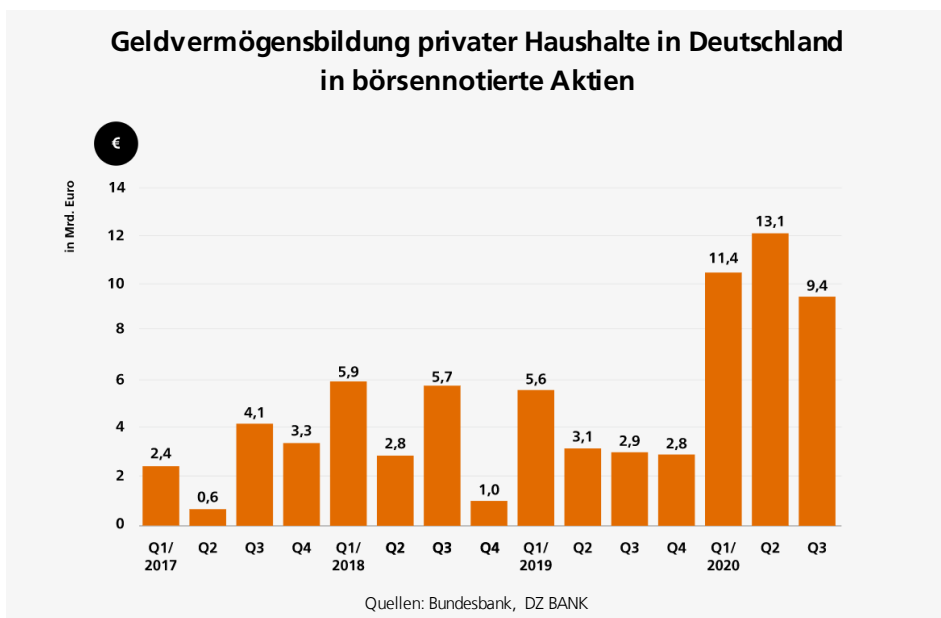
Sparbeträge und Rückflüsse aus fälligen Anlagen bleiben in Deutschland häufig auf dem Girokonto stehen. Die Folge ist ein gewaltiger Geldanlagestau von inzwischen rund zwei Billionen Euro. Derzeit besteht das Geldvermögen der deutschen Privathaushalte zu fast 70% aus Bankeinlagen, Bargeld und Versicherungen. Nur gut 7% sind in Aktien investiert. Zwar schützt diese recht einseitige Portfoliostruktur bei Kurseinbrüchen an den Börsen, wie im letzten Jahr, als beispielsweise der DAX von 19. Februar bis 18. März um rund 39% in die Tiefe rauschte. Langfristig besteht allerdings die Gefahr, dass das Geldvermögen durch die extrem niedrigen Zinsen insgesamt nicht einmal mehr eine Rendite abwirft, die die Inflation ausgleicht. Tatsächlich findet der Geldvermögensaufbau nach dem weitgehenden Wegbrechen des Zinsezinseffektes vor allem über den mühsamen Weg der Ersparnis vom laufenden Einkommen statt.



Daher ist die Forderung einer neuen Aktienkultur in Deutschland mehr als verständlich, zumal die Corona-Krise den Geldanlagestatus aktuell mit doppelter Wucht verstärkt. Aus Vorsicht und aufgrund von Lock-down-Maßnahmen legen die Bürger einen höheren Teil ihres verfügbaren Einkommens auf die hohe Kante. Damit wächst die Flut an Sichteinlagen bei Banken immer weiter. Tatsächlich ist die Sparquote von zuvor 10,9% auf 16,3% im letzten Jahr in die Höhe geschossen – der mit Abstand höchste Wert seit der deutschen Wiedervereinigung. Außerdem verschiebt die lockere Geldpolitik einschließlich der rekordhohen Wertpapierkaufprogramme der EZB und anderer Zentralbanken als Reaktion auf die Folgen der Krise den lange erhofften Zinsanstieg auf unbestimmte Zeit.

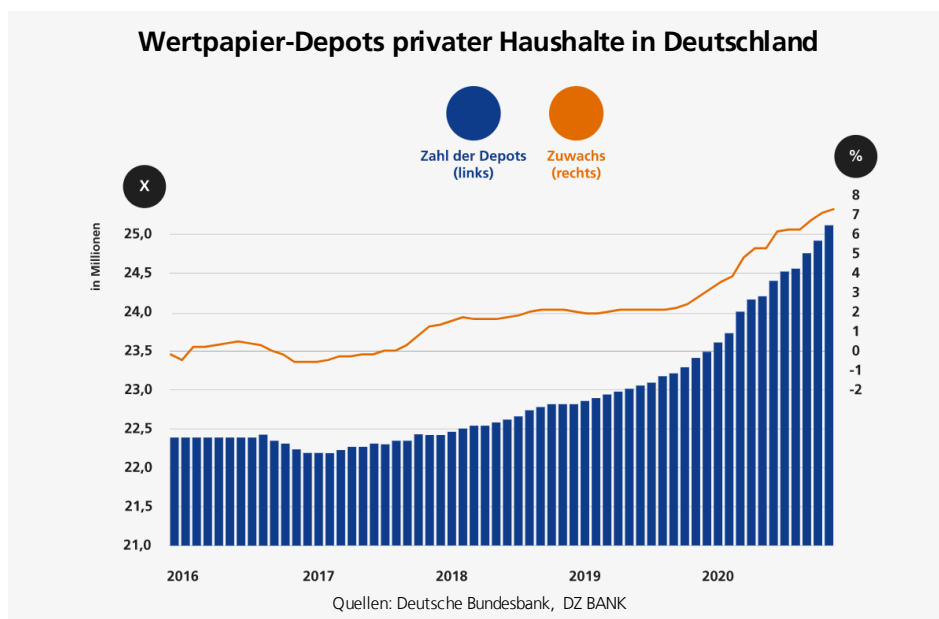
Überraschende Reaktion privater Anleger

In der Vergangenheit reagierten private Haushalte auf Krisen und Kurseinbrüche an den Börsen häufig mit Panikverkäufen von Aktien. Im bisherigen Verlauf der Corona-Krise ist eher das Gegenteil der Fall: In den ersten drei Quartalen 2020 stiegen die Netto-Aktienkäufe der privaten Haushalte in Deutschland auf 33,9 Mrd. Euro. Das war rund das Dreifache der durchschnittlichen Geldvermögensbildung in dieser Anlageform in den jeweils ersten drei Quartalen der letzten Jahre. Auch Fonds und Zertifikate registrierten hohe Mittelzuflüsse.



Doch reicht dieser Trend aus, um den skizzierten Geldanlagezustand bei den privaten Haushalten allmählich aufzulösen? Eine nachhaltige Aktienkultur hat mehrere Dimensionen. Sie betrifft vor allem Anleger, die die besonderen Renditechancen von Aktien für eine ausgewogene Portfoliostruktur nutzen. Dabei spielt die Altersvorsorge als Anlagemotiv eine zentrale Rolle. Das gilt nicht zuletzt auch, weil die als Generationenvertrag organisierte gesetzliche Rente durch den Altersstrukturwandel unserer Gesellschaft immer weniger in der Lage ist, für angemessene Einkünfte nach der Erwerbsphase zu sorgen. Aus diesem Blickwinkel beinhaltet eine nachhaltige Aktienkultur drei Dinge: eine breite Risikostreuung durch unterschiedliche Aktien bei begrenztem Anteil am Gesamtportfolio, einen langfristigen Anlagehorizont sowie eine möglichst kontinuierliche Neuanlage in Aktien, Aktienfonds und entsprechende Zertifikate. Eine nachhaltige Aktienkultur betrifft aber auch Unternehmen, die sich Risikokapital für die Finanzierung von Wachstum und Innovationen durch Wertpapieremissionen beschaffen.

Tatsächlich wächst seit 2017/18 das Interesse privater Anleger an Wertpapieren, insbesondere an Aktien. Zuvor war nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 eine langanhaltende tendenzielle Abkehr von der Wertpapieranlage zu beobachten, die später durch die Finanzmarktkrise, eine teils abschreckende Neuregulierung des Anlegerschutzes und die Niedrigzinsphase gestützt wurde. Vor allem im letzten Jahr hat die Neueröffnung von Depots kräftig Fahrt aufgenommen: In nur zwölf Monaten stieg die Zahl privater Depots um rund 1,7 Millionen auf über 25,2 Millionen.



Neo Broker und Fondssparpläne

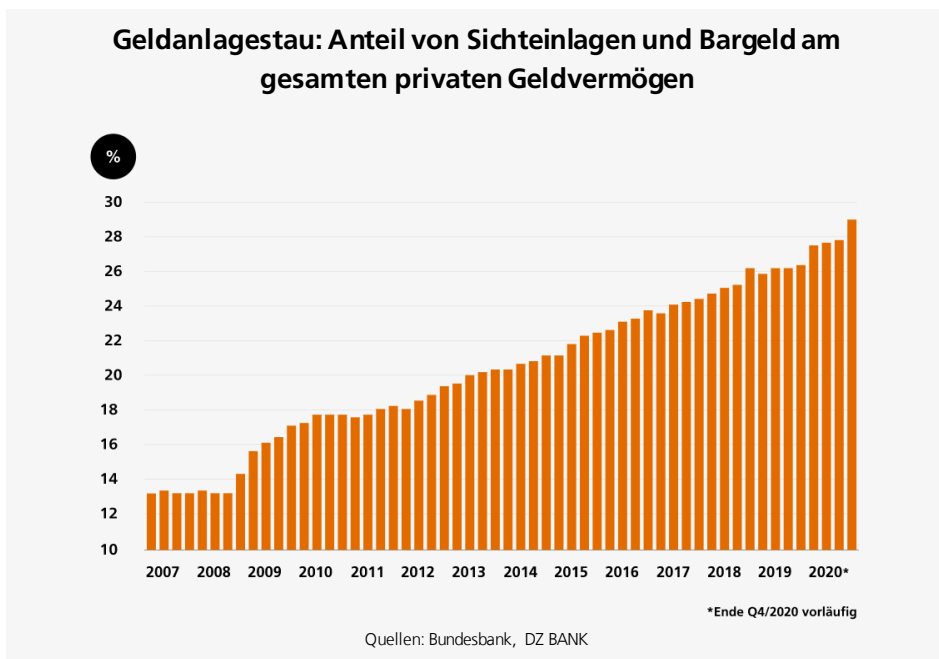
Angetrieben wurde der jüngste Boom durch zwei Phänomene: den Einstieg junger Anleger ins Wertpapiergeschäft sowie ein wachsendes Interesse an Fondssparplänen. So lassen sich in jüngster Vergangenheit Aktieninvestments von sehr vielen Anlegern im Alter von Anfang bis Mitte 20 beobachten, die häufig auf sogenannte Neo Broker zurückgreifen. Diese zeichnen sich durch die Bereitstellung eines einfachen, preisgünstigen Börsenzugangs – oft mit dem Smartphone – auch bei kleinen Anlagebeträgen aus; es fehlt allerdings in der Regel die persönliche individuelle Beratung. Dabei kennt das Phänomen junger Anleger bei Neo Brokern beide Motive: Den planvollen langfristigen Vermögensaufbau, meist in Form von Aktien- oder Fondssparplänen mit regelmäßigen Anlagebeträgen, die gern auch in Exchange Traded Funds (ETFs) investiert werden, genauso wie die Spekulation, die durch einen leichten technischen Zugang gefördert wird und mit häufigem Kauf und Wiederverkauf von Aktien bis hin zum Daytrading einhergeht.

Das zweite Phänomen, eine stabile Geldvermögensbildung durch den verstärkten Einsatz von Fondssparplänen, betrifft private Anleger unabhängig von der Altersklasse. So berichtet beispielsweise die dwpbank

als führender Dienstleister für Wertpapierservice in Deutschland über einen Anstieg der Sparpläne im abgelaufenen Jahr um 63,1% auf 703.000. Die Transaktionen, die auf Sparpläne zurückzuführen sind, wuchsen im selben Zeitraum sogar um 85% auf 6,5 Millionen. Der Antreiber für ein wachsendes Interesse am regelmäßigen Sparen in Form von Investmentfonds und ETFs ist vor allem auch die langanhaltende Phase extrem niedriger Zinsen. Durch sie verlieren Banksparpläne, die sich in der Vergangenheit bei höheren Zinsen großer Beliebtheit erfreuten, an Attraktivität.

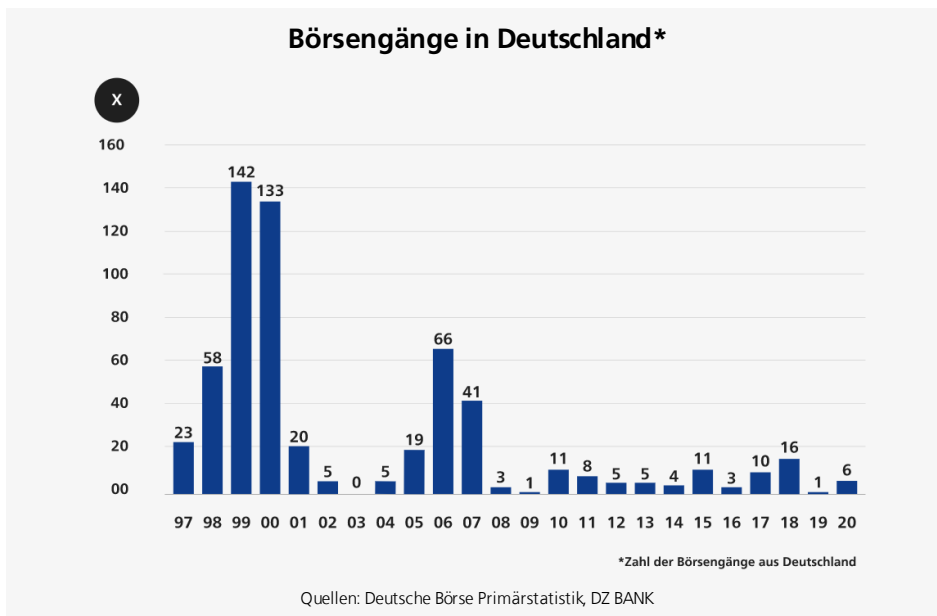
Geldanlagestau wächst weiter

Es gibt also ein neues Interesse an der Direktanlage in Aktien und an Fondssparplänen, das sich in einem starken Anstieg der Geldvermögensbildung in diesen Kategorien niederschlägt. Allerdings haben die Zuwächse in diesem Bereich bisher bei Weitem nicht ausgereicht, um dem wachsenden Geldanlagestau wirksam zu begegnen. Eher im Gegenteil: Niedrigzins und Corona-Krise ließen die Ersparnisse, die auf dem Girokonto stehen blieben oder im Portemonnaie landeten, noch kräftiger wachsen. Und der Anteil nicht angelegter Finanzmittel erreichte Ende 2020 mit voraussichtlich 28,5% des gesamten Geldvermögens einen neuen Rekordwert.



Zu wenig Börsengänge

Auf der Kapitalnachfrageseite, beispielsweise bei Börsengängen von Aktiengesellschaften, ist gleichzeitig kaum etwas von einer neuen Aktienkultur zu spüren. Vielmehr hatte sich der Markt nach dem Platzen der Dotcom-Blase, dem zahlreiche Neuemissionen vorausgingen, nur vorübergehend erholt. War er um die Jahrtausendwende mit jährlich weit über 100 Börsengängen noch von Übertreibungen geprägt, hat er sich nach einem kräftigen Einbruch in den Jahren vor der Finanzmarktkrise ohne Anzeichen einer Überhitzung wieder erholt. Mit der Finanzmarktkrise brach das Neuemissionsgeschehen jedoch erneut ein und kam bis heute nicht wieder auf die Beine. Seither werden hierzulande im Durchschnitt pro Jahr gerade einmal sechs Börsengänge deutscher Unternehmen registriert.



Gemischte Bilanz

Während auf der Kapitalnachfrageseite vor allem die geringe Zahl an Börsengängen zu beklagen ist, erfreuen auf der Anlegerseite eine hohe Neuanlage in Aktien und eine zunehmende Beliebtheit von Fondssparplänen. Noch sind diese Zuwächse zu schwach, um dem wachsenden Geldanlagestau wirksam zu begegnen. Mittel- bis langfristig könnte sich jedoch eine ausgewogenere Portfoliostruktur der privaten Haushalte mit besseren Renditeaussichten entwickeln: Gerade das große Interesse einer jungen Anlegergeneration und die wachsende stabile Basis der Geldvermögensbildung bei Investmentfonds durch regelmäßiges Fondssparen sorgen hier für Zuversicht.



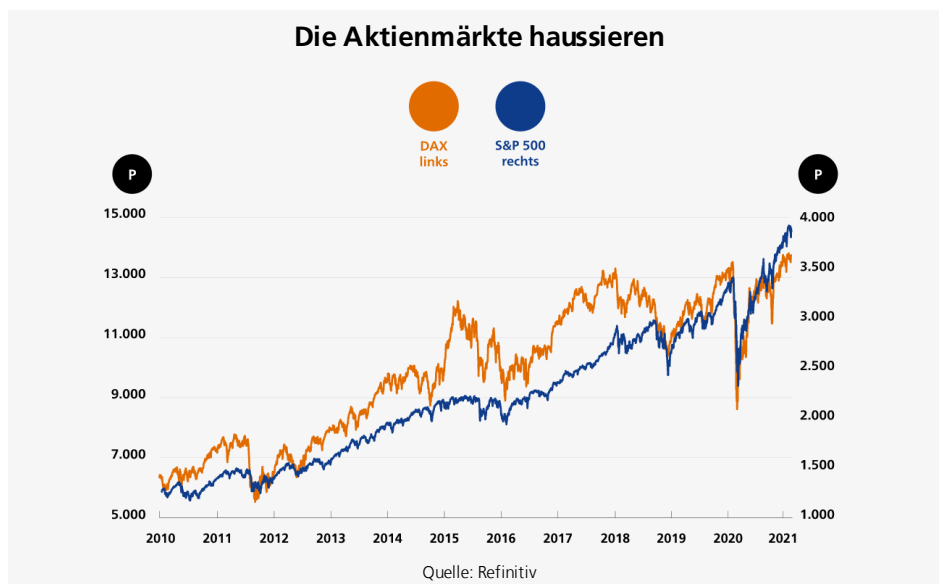
MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Temporär sorgten Inflations- und Zinsängste für Rücksetzer an den Aktienmärkten. Doch der befürchtete Inflationsanstieg sollte weder in der Eurozone noch in den USA von Dauer sein. Auch die Erwartung voranschreitender Impfungen gibt Anlass zu Optimismus. Was bedeutet das für die Märkte?

In den vergangenen Tagen hat es sich bereits abgezeichnet: Die Bären am Aktienmarkt haben offenbar kapituliert. Diejenigen Marktakteure, die eine dritte Corona-Welle aufgrund der ansteckenderen Covid-19-Mutationen erwartet hatten, haben nun das Nachsehen gegenüber den Bullen. Diese setzen auf erfolgreiche Impfkampagnen, ein baldiges Ende der noch verbleibenden Einschränkungen des öffentlichen Lebens und eine einsetzende Konjunkturbelebung. Auch dank der Verabschiedung des 1,9 Billionen US-Dollar schweren Konjunkturpakets durch den US-Senat und des zuletzt schwächelnden Euro-Kurses hat der deutsche Leitindex mit über 14.440 Punkten ein neues Rekordhoch markiert.

Insbesondere die aufgekommenen Inflations- und Zinsängste sorgten dafür, dass die Aktienmärkte hierzu-lande nicht noch stärkere Kursgewinne verbuchten. Geschürt wurden diese Ängste insbesondere in den Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit der expansiven Geld- und Fiskalpolitik: Die US-Treasury-Rendite von Anleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren ist im März auf rund 1,60% gestiegen – das höchste Niveau seit über einem Jahr. Anziehende Renditen erhöhen die Refinanzierungskosten der Unternehmen und können die relative Vorteilhaftigkeit der Aktien gegenüber Anleihen schmälern. Letzteres gilt insbesondere für ambitioniert bewertete Aktienmärkte wie den US-amerikanischen.



Aktien: Zinsängste sollten sich wieder zerstreuen

Die Angst vor steigenden Inflationsraten dürfte sich jedoch als unbegründet erweisen. Führende US-Notenbankmitglieder zeigen sich gelassen und bezeichnen beständig höhere US-Inflationsraten als unwahrscheinlich. Wir gehen davon aus, dass die Fed in diesem Jahr ihren sehr expansiven Kurs auch bei temporär anziehenden Teuerungsraten fortsetzt und so einem weiteren Renditeanstieg entgegenwirkt. Das sind gute Bedingungen für US-Aktien. Der deutsche Aktienmarkt dürfte vor allem mit dem voranschreitenden Durchimpfen der Bevölkerung und im Zuge entsprechend gelockter Lockdown-Maßnahmen Kursgewinne verbuchen. Anlass zur Zuversicht gibt weiterhin der ifo Index. Das vielbeachtete Konjunkturbarometer ist im Februar unerwartet deutlich gestiegen. Zwar bleibt die Lage im Dienstleistungssektor schwierig, aber das verarbeitende Gewerbe profitiert von der stärkeren Nachfrage aus Asien, insbesondere aus China. Die Industriekonjunktur erweist sich weiterhin als sehr krisenfest und ist in Hochstimmung. Im Laufe des zweiten Quartals 2021 rechnen wir mit einer konjunkturellen Erholung, die dann im zweiten Halbjahr in einen beginnenden Post-Corona-Boom münden dürfte. Eine wichtige Rolle spielen hier die privaten Haushalte mit ihrem enormen Nachholbedarf in Sachen Shopping und Freizeit.

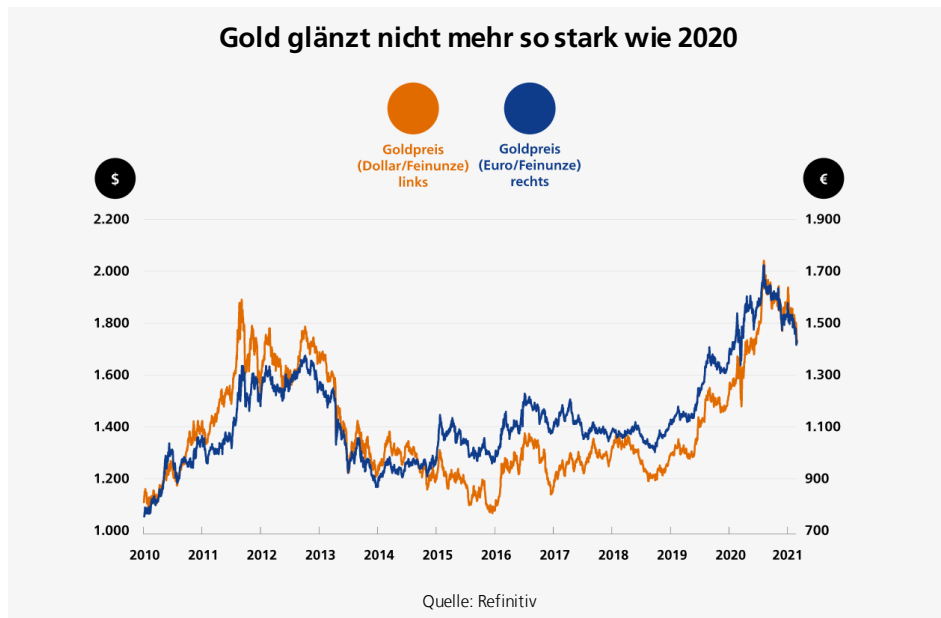
DZ BANK Index-Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Euro Stoxx 50	3.700	3.800
DAX	14.200	15.000
S&P 500	3.900	4.100

Quelle: DZ BANK

Gold vor einer Berg- und Talfahrt

Gold als zinsloses Asset und traditionell sicherer Hafen steht seit Jahresbeginn unter Druck. Dazu trägt neben den anziehenden US-Renditen auch die gesteigerte Risikobereitschaft der Marktteilnehmer bei. Dass Gold bei den Investoren nicht mehr so gefragt war wie 2020, belegen auch die aktuellen ETF-Zahlen des World Gold Councils. Demnach ist es im Februar zu einem Abfluss in Höhe von 84,7 Tonnen gekommen, nachdem im Januar noch leichte Zuflüsse zu verzeichnen waren.



Für einen erneuten Kursanstieg beim Gold sprechen die 2021 anziehenden Inflationsraten in den USA und in der Eurozone. In einem solchen Umfeld wird das Asset als Sachwert bei Investoren wieder etwas interessanter. Mit der von uns für das zweite Halbjahr unterstellten kräftigen Konjunkturerholung wird es dann aber wieder an Attraktivität verlieren. In Zahlen ausgedrückt: Zur Jahresmitte sehen wir einen Preis von 1.800 US-Dollar, Ende 2021 rechnen wir mit 1.700 US-Dollar.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Goldpreis in Dollar (je Feinunze)	1.800	1.700
Goldpreis in Euro (je Feinunze)	1.465	1.360

Quelle: DZ BANK



ANLAGESTRATEGIE

Birgit Henseler, Analystin & Michael Kopmann, Analyst

An den Finanzmärkten wird intensiv darüber diskutiert, ob die Zinsen nicht doch bald steigen könnten. Dies hätte weitreichende Folgen für die Anleger sowohl an den Renten- als auch an den Aktienmärkten. Wie wahrscheinlich ist dieses Szenario?

Zweifelsohne sehnen sich viele Sparer und Anleger wieder nach positiven Zinsen, so wie vor der Finanzmarktkrise, als die kurzfristigen Zinsen bei rund 4% lagen. Damals florierte die Wirtschaft in der Eurozone, die Inflation lag oberhalb von 2% und die EZB hatte den Leitzins in der Spitze auf 4,25% angehoben. Steigende Zinsen sind keineswegs ausgeschlossen, solange drei grundlegende Bedingungen erfüllt sind.

Nachhaltiger und sich selbst tragender Aufschwung

Eine wichtige Voraussetzung für steigende Zinsen ist der möglichst dynamische Aufschwung in einem Großteil der Europäischen Währungsunion. In den letzten Jahren ist dieser ausgeblieben, die Wirtschaft ist lediglich moderat gewachsen. Ändern könnte sich das, wenn es für europäische Unternehmen wieder lohnenswert erscheint, die zuletzt sehr schwache Investitionstätigkeit deutlich zu steigern. Selbsttragend wird dieser Aufschwung dann, wenn sich im Zuge dieser höheren Investitionen auch die Bedingungen am Arbeitsmarkt verbessern und der Konsum anzieht. An dieser Stelle muss betont werden, dass die konjunkturelle Erholung nach der Covid-Pandemie, mit der aktuell viele Ökonomen und Marktbeobachter rechnen, noch kein nachhaltiger wirtschaftlicher Aufschwung und damit auch kein Grund für steigende Zinsen ist. Erst wenn in digitale Infrastruktur, Umwelt, Bildung und Gesundheit investiert wird, dürften sich das Wachstumspotenzial und die Beschäftigungschancen verbessern. Eine solche Entwicklung braucht jedoch Zeit.

Steigende Inflationsraten

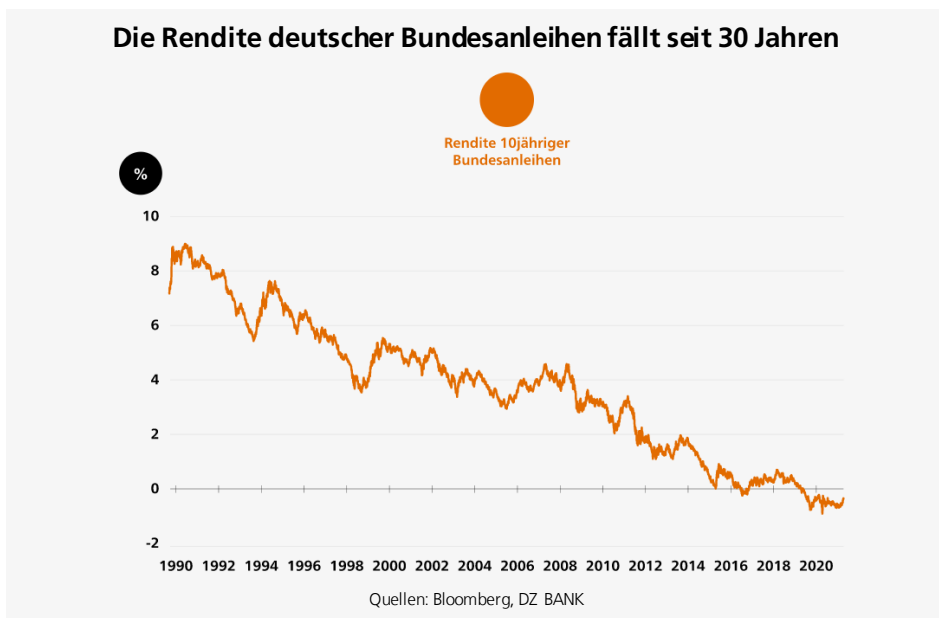
In einem solchen starken und nachhaltigen Wachstum innerhalb der Eurozone liegt der Schlüssel für einen Anstieg der Inflation. Sollte die wirtschaftliche Dynamik tatsächlich in den kommenden Jahren anziehen, kann der Inflationszielwert der Europäischen Zentralbank EZB von 2% dauerhaft, das heißt über mehrere Jahre, erreicht oder sogar überschritten werden. Erst dann kann die EZB handeln.

Umfassende Schulden­tragfähigkeit muss gewährleistet sein

Damit die Zinsen – insbesondere für das Sparbuch – steigen, muss schlussendlich die EZB die Leitzinsen erhöhen. Derzeit ist die Schuldenlast (von hochverschuldeten Ländern des Euroraums, von verschuldeten Unternehmen und Konsumenten) nur erträglich, weil die Zinsen niedrig sind. Vor einem nachhaltigen Zinserhöhungszyklus wird sich die EZB die Verschuldungssituation in der Eurozone sehr genau anschauen. Denn sollte die EZB die Leitzinsen erhöhen, ohne dass die Schulden­tragfähigkeit der verschiedenen Wirtschaftssubjekte gewährleistet ist, besteht das Risiko einer erneuten Rezession. Ein Zinsanstieg würde die Schulden vieler privater Haushalte, etlicher Unternehmen und einiger Staaten unbezahlbar machen. Selbst wenn die vorherigen beiden Bedingungen erfüllt sind, wird die EZB sehr vorsichtig vorgehen, um einen wirtschaftlichen Abschwung zu vermeiden.

Zwischenfazit

Erst wenn diese drei Bedingungen erfüllt sind, wird die EZB überhaupt den Spielraum haben, die Leitzinsen zu erhöhen. Von kurzfristigen Schwankungen des Zinsniveaus abgesehen dürfte dies mehrere Jahre dauern, wenn nicht gar Jahrzehnte. Es scheint also klar: Am grundsätzlichen Dilemma zinsaffiner Anleger wird sich vorerst nichts ändern. Klassische Spareinlagen und Tagesgeldkonten bei Banken bleiben renditeschwach. Und die Inflation, die in den letzten Jahren bei durchschnittlich 1% lag, mindert Jahr um Jahr die Kaufkraft des Vermögens. Die sogenannte reale Rendite dieser Strategie errechnet sich als null abzüglich eins, ergibt also minus eins. Auf das entsprechend angelegte Vermögen bezogen lautet die Rechnung 100 minus eins gleich 99, es schrumpft stetig. So geht es seit bald zehn Jahren. Dass diese Arithmetik eher holzschnittartig ist und sich in einzelnen Jahren Abweichungen ergeben – durch Schwankungen in der Inflation oder, in abnehmendem Umfang, höher verzinsliche Anlagen aus längst vergangenen Zeiten – macht die Aufgabe nicht kleiner.



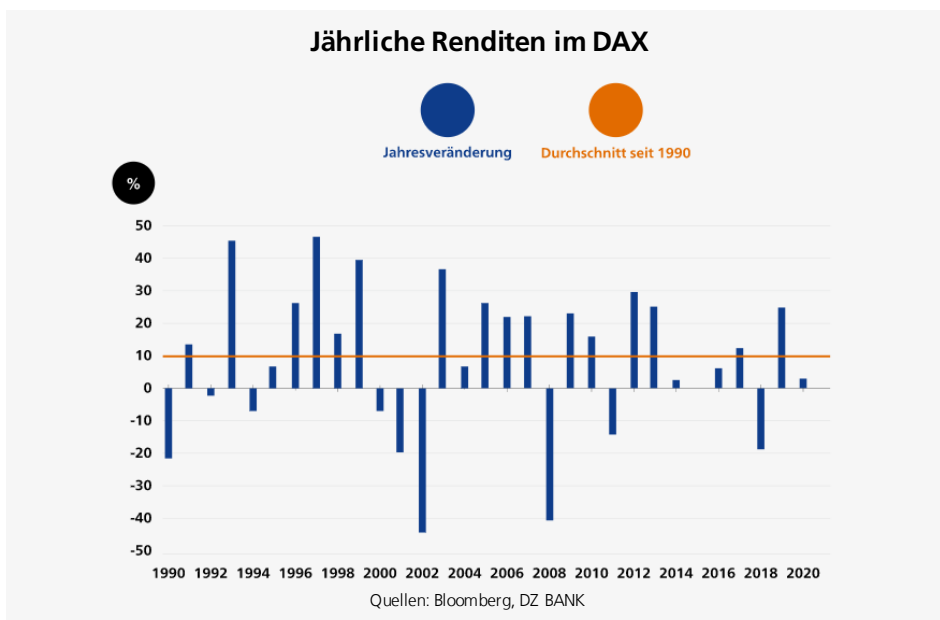
Warten ist keine Option

Es ist schlicht nicht absehbar, dass der durchschnittlich zu erzielende Sparzins nachhaltig oberhalb der Inflationsrate liegt. Darauf zu warten, kostet Geld in Form entgangener Rendite, deren Erzielung durchaus möglich ist. Und zwar mit Aktien. Denn was den Privatanleger schmerzt, kann für Unternehmen durchaus ein Segen sein. Tauscht der Anleger seine Position und wird vom Gläubiger zum Investor, schlägt er sich auf die Seite der Niedrigzinsgewinner. Dafür muss er aber bereit sein, das höhere Risiko einer Aktienanlage einzugehen. Grundsätzlich gibt es unterschiedliche Aspekte niedriger Zinsen, die sich günstig für den Aktionär auswirken können. Einige wirken direkt positiv – also gewinnerhöhend – auf das Unternehmen, andere auf die Bewertung, also auf die Aktie.

Unternehmen profitieren von niedrigen Zinsen, weil die Kosten für Kredite geringer ausfallen. In der Regel können Firmen alte Schulden, die noch zu höheren Zinsen aufgenommen wurden, bei Fälligkeit zu günstigeren Konditionen verlängern. Und neue Schulden für neue Investitionsprojekte sind von Anfang an günstiger, sodass insgesamt mehr Projekte realisiert werden, was in der Zukunft zu höheren Einnahmen führt. Gleichzeitig werden diese Cashflows in den Bewertungsmodellen der Analysten auf den aktuellen Zeitpunkt abdiskontiert, um den fairen Wert – eine Indikation für das Kursziel der Aktie – zu ermitteln. Bei niedrigen Zinsen wird auch ein niedriger Diskontzins angesetzt, was zu höheren Unternehmenswerten führt. Dasselbe Unternehmen mit identischem Gewinn ist also in Zeiten niedriger Zinsen mehr wert als früher.

Am Aktienmarkt gibt es einen Nachfrageeffekt auf den Preis, genau wie auf allen anderen Märkten auch. Die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Anleihen ist hoch und fördert den Kapitalfluss in Richtung Aktien. Das Bestreben, eine positive Rendite nach Abzug der Inflation zu erzielen, eint alle Anleger. Das gilt auch, wenn die zugrunde liegende Motivation unterschiedlich sein mag und von vertraglichen Verpflichtungen bis zur privaten Altersversorgung reichen. Jeder zusätzliche Aktionär und jeder Euro, der neu in Aktien angelegt wird, führt in der Tendenz zu steigenden Aktienkursen. Die Gefahr, auf diesen Zug als Letzter aufzuspringen und das Beste verpasst zu haben, scheint angesichts des riesigen Volumens unverzinsten Gelder deutscher Anleger gering.

Zur Wahrheit am Aktienmarkt gehört aber auch: Eines der größten Risiken für Aktien sind steigende Zinsen. Sollten die Zinsen steigen, würden sich die genannten Mechanismen negativ für den Anleger entwickeln und sogar zu seinem Nachteil multiplizieren. Geringere Unternehmensgewinne durch höhere Zinslast würden auf höhere Diskontfaktoren in den Bewertungsmodellen der Analysten treffen. Die Folgen wären: niedrigere Kursziele und damit verbundene Umschichtungen aus Aktien in andere Anlagen. Ein solches Szenario ist niemals auszuschließen, aber auf Sicht der nächsten Jahre nicht wahrscheinlich. Außerdem gehen steigende Zinsen in aller Regel mit einem wirtschaftlichen Boom einher, sodass dem beschriebenen Zinseffekt zunächst einmal höhere Umsätze und Gewinne der Unternehmen gegenüberstehen und keinesfalls sicher ist, dass der steigende Zins unter Berücksichtigung aller Faktoren negativ wirken muss.



Vorerst bleibt alles beim Alten

Es gibt viele Gründe, am Aktienmarkt investiert zu sein. Niedrige Zinsen sind einer davon. Steigende Zinsen wären ein Risiko für die Aktienmärkte, sind aber auf Sicht nicht zu erwarten. Mit einiger Sicherheit spricht der Zins in den nächsten Jahren viel stärker für als gegen ein Engagement am Aktienmarkt.



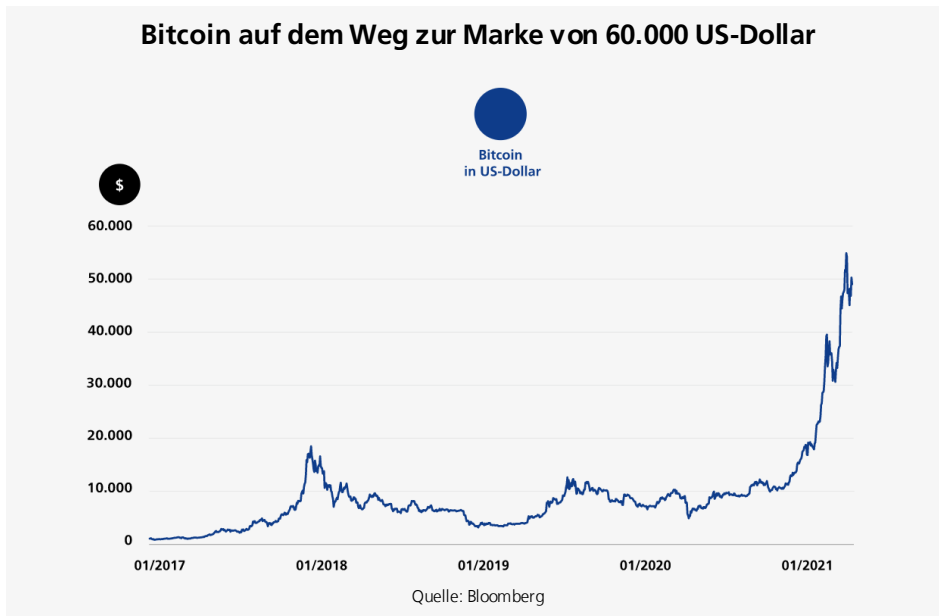
Do(n't) believe the hype

RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Sören Hettler, Analyst

Bitcoin polarisiert: Seine Unterstützer sehen in der Kryptowährung mehr als einen inflationssicheren Vermögenswert, während Kritiker ihm die Substanz absprechen. Noch ist unklar, wer am Ende recht behalten wird. Zumindest die vergangenen Wochen gingen eindeutig an die Bitcoin-Anhänger.

Lange Zeit war es ruhig geworden um die erste und wichtigste Kryptowährung der Welt. Mehr oder weniger volatil seitwärts bewegte sich der Bitcoin-Kurs zwischen Anfang 2018 und Mitte 2020. Seit Herbst letzten Jahres legte der Preis der Kryptowährung dann dynamisch zu. Dabei ließ er sowohl den historischen Höchststand von Ende 2017 als auch die als psychologisch wichtig geltende Marke von 20.000 US-Dollar scheinbar mühelos hinter sich. Nachdem die Schwelle von 40.000 US-Dollar geknackt war, gönnte sich der Bitcoin eine kurze Verschnaufpause, bevor er mit rund 58.000 US-Dollar das nächste Rekordhoch erreichte.



Kursrally hat vielerlei Gründe

Ausgangsbasis für diese Entwicklung dürfte die weltweit sehr expansiv ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik sein. Niedrige, teils negative Leitzinsen und eine sehr üppige Liquiditätsversorgung vonseiten der Zentralbanken treiben Investoren auf der Suche nach Rendite in vergleichsweise ungewöhnliche Marktsegmente. Darüber hinaus lasten diese Rahmenbedingungen auf der Reputation traditioneller Währungen. Schließlich geht damit die Sorge einher, dass es früher oder später zu einer erhöhten Inflationsrate – sprich Geldentwertung – kommt, weil die Zentralbanken nicht in der Lage oder nicht willens sind, notwendige Maßnahmen zu ergreifen, um einen zunehmenden Preisdruck unter Kontrolle zu bringen. Alles andere als vertrauensbildend für Euro, US-Dollar & Co. wirken zudem die im Zuge der Corona-Krise vielerorts stark steigenden Verschuldungsquoten der Staaten. Nicht nur nimmt damit deren Ausfallrisiko zu, sondern es wird auch unterstellt, dass Regierungen ein Interesse daran haben könnten, ihre angehäuften Schuldenlast durch langfristig höhere Inflationsraten zu mindern.

Als Katalysator für die Nachfrage nach Bitcoin wirkten Meldungen über ein zunehmendes Engagement etablierter Finanzmarktakteure. So ermöglichen Vermögensverwalter wie der Kryptowährungsspezialist Grayscale oder die Branchengröße Fidelity mit ihren Fonds sowohl institutionellen Investoren als auch vermögenden Privatpersonen einen vergleichsweise einfachen Einstieg in das Marktsegment. Gerade der Bitcoin-Fonds von Grayscale hat in den letzten Monaten enorme Mittelzuflüsse erfahren und verfügt mittlerweile über ein Volumen im mittleren zweistelligen Milliarden-US-Dollar-Bereich. Medienwirksame Unterstützung erhielt die Kryptowährung zuletzt Anfang Februar, als der US-Elektroautobauer Tesla von sich reden machte. Nicht nur habe das Unternehmen rund 1,5 Mrd. US-Dollar in Bitcoin investiert. Zudem sei geplant, die Kryptowährung in nicht allzu ferner Zukunft als Zahlungsmittel zu akzeptieren.

Die bessere Währung und inflationssicherer als Gold?

Überzeugte Bitcoin-Befürworter gehen davon aus, dass die Kryptowährung den traditionellen Währungen wie Euro und Dollar eher früher als später als Zahlungsmittel den Rang ablaufen wird. Denn nicht nur seien damit Finanztransaktionen einfach, schnell, sicher, weltweit und direkt möglich – also ohne Mitwirkung von ohnehin wenig vertrauenswürdigen Geschäfts- oder Notenbanken. Noch wichtiger ist, dass es keine zentrale Instanz gibt, die mehr oder weniger beliebig über eine Ausweitung der vorhandenen Geldmenge entscheiden kann. Vielmehr ist mit der Erzeugung zusätzlicher Bitcoin-Einheiten, ähnlich wie beim Schürfen von Gold, ein enormer Aufwand verbunden – in Form von Rechenleistung und Energie.

Apropos Gold: Die im Algorithmus festgeschriebene Obergrenze für die maximal vorhandene Menge von 21 Millionen Bitcoin-Einheiten macht die Kryptowährung nach Ansicht der Anhänger sogar noch werthaltiger beziehungsweise inflationssicherer als das Edelmetall. Schließlich sei diese Grenze quasi unverrückbar, während jederzeit neue, große Goldvorkommen entdeckt werden könnten.

Den Thesen von Bitcoin als Geldform der Zukunft und digitalem Gold können Kritiker der Kryptowährung wenig abgewinnen. Allein schon aufgrund der im Verhältnis zum vorherrschenden Zahlungsverkehr sehr geringen Verarbeitungskapazitäten und der enormen Kursschwankungen komme Bitcoin als Ersatz für traditionelle Währungen nicht in Frage. Außerdem könne Vertrauen in eine Währung nur entstehen, wenn entweder eine zentrale Instanz, also eine Notenbank oder ein Staat, für deren Stabilität geradestehe oder ein innerer Wert zugrunde liege. Letzteres wäre beispielsweise bei Goldmünzen der Fall, bei denen der Preis des Edelmetalls als Deckung des Geldwerts fungiert. Beides ist bei Bitcoin nicht der Fall. Als Goldäquivalent hat die Kryptowährung bei ihren Kritikern zumindest bisher ebenfalls kaum eine Chance. Der Status des analogen Edelmetalls verfügt über eine sehr lange Historie, es funktioniert ohne Strom und hat diverse Krisen und Kriege überstanden. Eine solche Reputation lässt sich nach Ansicht der Bitcoin-Skeptiker nicht ohne Weiteres auf ein immer noch sehr junges, digitales Medium übertragen.

Auf der Suche nach dem angemessenen Preis

Objektiv betrachtet richtig ist, dass bislang keine Möglichkeit besteht, einen „fairen Kurs“ der Kryptowährung zu berechnen, der auch längerfristig als Richtwert für einen angemessenen Preis dienen könnte. Zwar gibt es durchaus entsprechende Überlegungen: So könnten beispielsweise die mit der Erzeugung neuer Bitcoin-Einheiten verbundenen Energiekosten eine Art Preisuntergrenze darstellen oder der Goldmarkt als Referenzgröße herangezogen werden. Fundierte Modelle sehen aber sicherlich anders aus.

Die Schlussfolgerung, die Kryptowährung sei in Ermangelung eines ermittelbaren fairen Kurses oder ohne Deckung wertlos, greift aber sicherlich auch zu kurz. So hat beispielsweise der Verkaufspreis von Kunstwerken meist so gut wie nichts mehr mit dem inneren Wert – abgeleitet von Papier, Farbe und Holzrahmen – zu tun. Und selbst der Goldpreis dürfte größtenteils davon leben, dass das Edelmetall weltweit als krisen- und inflationssicher gilt und als Statussymbol angesehen wird. Vom intrinsischen Wert in Form einer möglichen Verarbeitung in der Industrie ist der Goldpreis sicherlich weit entfernt.

Der Markt bestimmt den Preis

Einigkeit dürfte unter Bitcoin-Gegnern und -Befürwortern wohl dahingehend bestehen, dass der Kurs durch Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Da das Angebot der Kryptowährung entsprechend den Vorgaben des Algorithmus bis zur Obergrenze von 21 Millionen Einheiten langsam wächst, dürfte der entscheidende Beitrag für das Wohl und Wehe der Nachfrageseite zukommen.

Verlässlich prognostizieren lässt sich die Attraktivität der Kryptowährung nicht; dafür spielen schlicht zu viele Faktoren eine Rolle. Da sind zum einen das vorherrschende Vertrauen in die Wertstabilität von Bitcoin und dessen allgemeine Akzeptanz sowie die Geld- und die Fiskalpolitik in den weltweit bedeutendsten Währungsräumen. Zum anderen dürfte die Konkurrenz perspektivisch zunehmen: von blockchainbasierten Lösungen privater Anbieter wie Diem (ehemals Libra) über tokenisiertes Giralgeld regulierter Finanzinstitute bis hin zum digitalen Euro der EZB – eine von mehreren Central Bank Digital Currencies der Zentralbanken, die sich derzeit noch im Projektstatus befinden.

Jegliche Kursprognose kann daher nicht mehr als ein Bauchgefühl darstellen. Es lässt sich nicht mit Sicherheit sagen, ob Bitcoin das Zeug dazu hat, traditionelle Währungen sowie Edelmetalle abzulösen. Gleiches gilt für die Frage danach, ob sich bestehende Schwächen über die Zeit oder durch Anpassungen des zugrunde liegenden Algorithmus überwinden lassen. Gleichwohl können risikoaffine Anleger Bitcoin als Portfolio-Beimischung in Betracht ziehen. Dabei sollte nicht mehr Geld investiert werden, als im schlimmsten Fall als Totalverlust in Kauf genommen werden kann.



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, 10. März 2021

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

Das DZ BANK Musterportfolio bewegte sich im vergangenen Jahr relativ sicher durch unruhiges Gewässer. Mit einer Rendite von 6,1% hat es trotz der schweren Rezession das Anlageziel von plus 4% bis plus 5% übertreffen können.

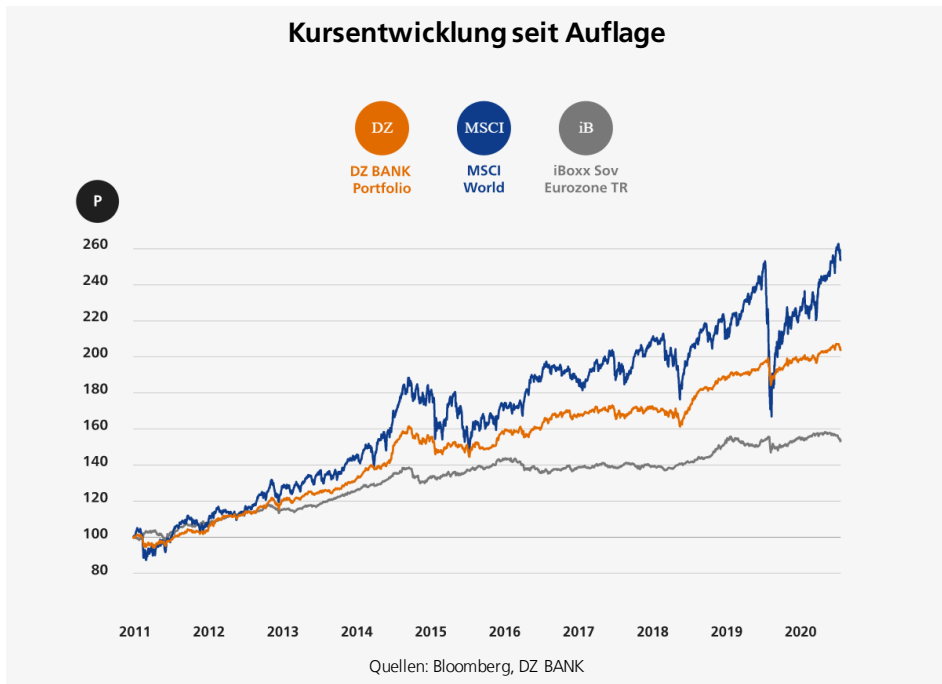
Das Corona-Virus hat die Welt weiterhin fest im Griff: In vielen Ländern ist der Inzidenzwert gefährlich hoch; hinzu kommen die hochansteckenden Mutationen, die das Geschehen schnell wieder anfachen können. Angesichts der schleppenden Impffortschritte bleibt der Spielraum für die wirtschaftliche Erholung im Euroraum zunächst begrenzt. In der zweiten Hälfte 2021 sollte sich die Situation jedoch entscheidend verbessern, wenn kräftige Nachholeffekte bei Konsum und Investitionen das Wirtschaftswachstum deutlich anschieben. In den Vereinigten Staaten lastet derzeit das hohe Infektionsgeschehen auf dem Arbeitsmarkt und der Kaufkraft der Verbraucher. Ein wesentlicher Wachstumsschub dürfte ab dem Frühsommer von dem geplanten 1,9 Billionen US-Dollar schweren Konjunkturprogramm ausgehen. Derweil sorgen in den Industrieländern Ölpreis und Sondereffekte vorübergehend für höhere Inflationsraten, bevor 2022 wieder mit einem moderateren Inflationsverlauf zu rechnen ist.

In unserer Wirtschaftsprognose erwarten wir einen „Post-Corona-Boom“. Die Weltwirtschaft dürfte in diesem Jahr um 5,3% und im nächsten Jahr um 4,3% wachsen. China bleibt dabei eine wichtige Stütze, auch wenn diesmal eine langsamere Erholung der Autoverkäufe im Reich der Mitte erwartet wird als in früheren Zyklen.

Die gute globale Konjunktorentwicklung 2021/22 sollte auch die DAX-Unternehmen beflügeln, zumal sie exportstärker aufgestellt sind als das „durchschnittliche“ deutsche Unternehmen. Da sich nun abzeichnet, dass sich die Gewinne bereits bis 2022 erholen – statt, wie bisher von uns prognostiziert, 2022 oder 2023 –, sollten auch die Aktienkurse schneller profitieren als bislang erwartet. Neben der besseren Gewinnentwicklung haben uns die im Vergleich zum November 2020 verbesserten Aussichten für das politische Umfeld dazu veranlasst, unsere Börsenprognosen zu revidieren. Entsprechend haben wir die Indexprognose für den DAX per Jahresende auf 15.000 (zuvor: 14.000) Punkte angehoben; der Euro Stoxx 50 dürfte per 31. Dezember 3.800 (zuvor: 3.600) Punkte erreichen.

Am Anleihemarkt hat das Renditeniveau in den letzten Wochen deutlich zugelegt – vor allem aufgrund gestiegener Inflationsfantasie. Da diese wiederum in erster Linie auf Basiseffekten durch den gestiegenen Ölpreis beruhen dürfte, sollten die Zentralbanken nicht von der ultraexpansiven Geldpolitik abkehren. Somit dürfte unter den Marktteilnehmern Ernüchterung einsetzen und die Renditen auf kurze Sicht wieder etwas fallen. Zuletzt haben die Risikoaufschläge seitwärts tendiert, und diese Bewegung sollte sich in den kommenden Monaten fortsetzen.

Seit der letzten Friedrich-Ausgabe im Dezember 2020 haben wir die Zusammensetzung unseres virtuellen DZ BANK Musterportfolios nahezu unverändert belassen: Per 18. Februar 2021 beträgt die Aktienquote 25,5% (DAX: 12,0%, Nasdaq: 7,1% und Emerging-Markets: 6,4%) und der Anteil an Anleihen 39,4% (US-Unternehmensanleihen: 13,9%, europäische Unternehmensanleihen: 14,9% und Euro High Yields: 10,6%); die restlichen 35,2% entfallen auf die Kasse.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 10. März 2021

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

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

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

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

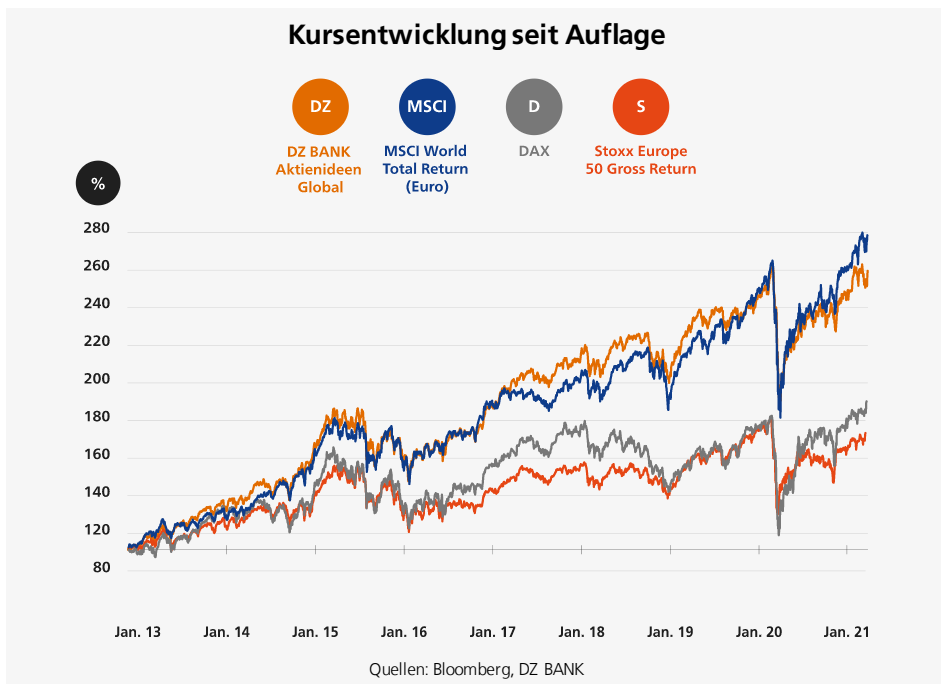
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z. B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Continental	30.12.2020	32	121,25	118,50	-2,3%
Daimler	03.03.2021	58	69,38	71,91	+3,6%
Deutsche Post	30.12.2020	98	40,50	44,65	+10,2%
Deutsche Telekom	30.12.2020	267	14,955	15,415	+3,1%
Hannover Rück	30.12.2020	30	130,30	150,10	+15,2%
KION Group	14.01.2021	54	77,66	78,14	+0,6%
ProSiebenSat.1Media	03.03.2021	228	17,90	17,645	-1,4%
Vonovia	19.02.2021	77	53,82	53,44	-0,7%
Amazon.com	30.12.2020	2	2.718,50	2.587,00	-4,8%
Applied Materials	05.03.2021	45	89,43	94,69	+5,9%
AXA	24.02.2021	201	20,305	22,745	+12,0%
Coca-Cola	17.02.2021	99	41,83	43,10	+3,0%
ENGIE	30.12.2020	315	12,695	11,88	-6,4%
Equinor	23.02.2021	263	15,40	16,90	+9,7%
General Electric	09.03.2021	326	11,89	11,89	+0,0%
Kering	25.01.2021	7	533,00	562,60	+5,6%
Lafarge Holcim	13.01.2021	88	47,54	48,61	+2,3%
Microsoft	30.12.2020	21	182,86	196,26	+7,6% (inkl. Dividende)
Regeneron Pharm.	30.12.2020	10	395,05	396,55	+0,4%
Safran	05.03.2021	34	119,10	123,20	+3,4%
Schneider Electric	28.01.2021	33	123,80	125,25	+1,2%
Take-Two	11.02.2021	25	162,66	140,84	-13,4%
Total	30.12.2020	112	35,59	40,67	+16,1% (inkl. Dividende)
Vodafone Group	30.12.2020	2.898	1,38	1,52	+10,1%
Walmart	30.12.2020	34	117,64	108,60	-7,7%

Stand: 10. März 2021 / Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 9. März 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 160,1% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (85,6%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (69,5%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (174,9%). Im laufenden Jahr 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertgewinn von 4,5% verbucht und damit schlechter performed als der DAX (5,2%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (4,9%) sowie der MSCI World Total Return (in Euro) mit 6,8%. 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.





Was Aktien, Fonds und Zertifikate unterscheidet

Rentabel investieren in Zeiten von Null- und Negativzinsen

WUSSTEN SIE SCHON?

Falko Block, Sales-Analyst Privatkundenvertrieb

Um fast 400 Mrd. Euro dürfte das private Geldvermögen deutscher Haushalte 2020 gestiegen sein. Eine Mischung aus Vorsichtssparen und erzwungenem Konsumverzicht trieb die Sparquote im Jahresschnitt auf rund 16%. Aktuell liegt das Geld größtenteils auf unverzinsten Girokonten. Für alle, die in den boomenden Aktienmärkten eine mögliche Alternative sehen, hier ein Überblick über die wichtigsten Anlageformen.

Aktien: Ein Stück der Wirtschaft kaufen

Mit dem Kauf einer Aktie beteiligt sich der Anleger unmittelbar am Produktivkapital eines Unternehmens. Er stellt Eigenkapital zur Verfügung und erhält dafür einen entsprechenden Anteil der Gebäude, Fabriken, Maschinen, Ideen und Patente der Aktiengesellschaft. Gleichzeitig trägt er einen Teil des wirtschaftlichen Risikos des Unternehmens, wird aber im Gegenzug auch an dessen Erfolg beteiligt. Dies geschieht insbesondere durch die Zahlung einer Dividende, die sich in der Regel am Gewinn des Unternehmens im abgelaufenen Geschäftsjahr orientiert.

Der Preis einer Aktie, auch Kurs genannt, bildet sich an einer Börse durch Angebot und Nachfrage. Sind die Zukunftsaussichten eines börsennotierten Unternehmens positiv, steigt üblicherweise die Nachfrage nach der Aktie, was den Kurs beflügelt. Umgekehrt gilt das entsprechend. Wichtig zu beachten ist, dass an der Börse immer die Zukunft gehandelt wird. Dabei müssen Anleger nicht nur die Aussichten der einzelnen Unternehmen, sondern auch der Wirtschaft als Ganzes im Auge behalten. Schwache Konjunkturaussichten und mögliche Krisen schmälern zumeist die Gewinnaussichten vieler Konzerne, unabhängig davon, wie gut das Unternehmen im Markt aufgestellt ist.

Ein Blick auf die Kursentwicklung des Deutschen Aktienindex DAX, der die 30 größten börsennotierten deutschen Aktien beinhaltet, zeigt aber: Unabhängig davon, wann ein Anleger in den letzten 50 Jahren investiert hat, konnte er bei einer Haltedauer von 15 Jahren immer eine positive Rendite erzielen. Daher sollte ein Aktienengagement immer mit einem langfristigen Zeithorizont einhergehen, um eventuelle Kurstaler aussitzen zu können. Zudem zeigt das Indexbeispiel, dass Aktieninvestments stets über viele Branchen und Titel hinweg gestreut werden sollten. Dieser Ansatz, auch Diversifikation (siehe hierzu „Was ist eigentlich?“) genannt, schützt den Anleger vor überproportionalen Verlusten in seinem Portfolio, wenn einzelne Unternehmen in Schwierigkeiten geraten.

Aktienfonds: Entspannt im Beifahrersitz zurücklehnen

Wem die Auswahl einzelner Aktientitel zu mühsam ist oder wem in der Anfangsphase noch die notwendige Liquidität fehlt, der kann auf Aktienfonds setzen. Dabei sammelt eine Fondsgesellschaft die Anlagegelder ihrer Kunden ein und investiert diese in eine große Anzahl von Aktiengesellschaften, deren Auswahl und Gewichtung ein professioneller Fondsmanager übernimmt. Der Kunde hat die Wahl zwischen Einmalinvestments oder regelmäßigen Sparbeiträgen, wobei Letztere von vielen Gesellschaften bereits für Beträge unter 50 Euro angeboten werden.

Ziel eines Fonds ist es, die ihm anvertrauten Kundengelder zu mehren und die Kursentwicklung eines Vergleichsindex (sogenannte Benchmark), an dem sich der Fonds orientiert, mindestens zu erreichen. Derweil kann sich der Fondskäufer wie ein Beifahrer ganz entspannt zurücklehnen, da er lediglich darüber entscheiden muss, welcher Fondsgesellschaft er sein Geld anvertraut und welche grundsätzliche Ausrichtung der Fonds haben soll. Derart gibt es nämlich reichlich, angefangen von weltweit anlegenden Aktienfonds über die Konzentration auf einzelne Kontinente, Länder, Regionen oder auch Branchen wie Hightech, Medizintechnologie oder Rohstoffproduzenten.

Im Gegensatz zum reinen Aktieninvestment hat der Fondskäufer nur indirekt Ansprüche auf eine Dividende. Genau gesagt fließt die Dividende zunächst der Fondsgesellschaft zu, die die Überschüsse entweder in den Fonds reinvestiert (Thesaurierung) oder an den Fondsinhaber auszahlt (Ausschüttung). Die zumeist breite Streuung der Aktientitel innerhalb eines Fonds bewahren den Fondsinhaber dabei vor allzu großen Verlusten, sollten einzelne Aktientitel stark an Wert verlieren oder sogar insolvent gehen. Der Fondsmanager überwacht regelmäßig die Zukunftsaussichten der einzelnen Titel und nimmt möglichst nur erfolgreiche Kandidaten in das Portfolio auf. Für diese Arbeit erhebt die Fondsgesellschaft eine jährliche Kostenpauschale, die dem Fondsvermögen entnommen wird. Ausgewiesen wird der Betrag nicht absolut, sondern in Form einer Gesamtkostenquote, der sogenannten Total Expense Ratio (TER). Je spezifischer der Fonds investiert (beispielsweise nur Biotechnologieunternehmen), desto größer sind in der Regel der Aufwand und die TER. Zumeist bewegt sich die Kostenquote zwischen 1,5% und 3%. Um diesen Betrag muss der Fondsmanager zunächst seine Benchmark schlagen, bis er für seinen Kunden einen Mehrwert erzielen kann.

Zertifikate: Gewappnet für alle Börsenlagen

Aktien und Aktienfonds haben eines gemeinsam – sie erzielen, abgesehen von einer Dividende, nur dann eine positive Rendite, wenn die Kurse der einzelnen Titel stetig zulegen. Stagnierende oder gar rückläufige Notierungen bringen keine Rendite oder führen sogar zu Verlusten im Portfolio. Dann schlägt die Stunde der Zertifikate. Bei einem Zertifikat handelt es sich um ein Produkt, das von einem Emittenten wie einer Bank begeben wird und sich auf verschiedene Basiswerte, also zum Beispiel auf Aktien, Aktienindizes oder Rohstoffe, beziehen kann. Rechtlich gesehen handelt es sich um eine Inhaberschuldverschreibung. Das heißt, der Zertifikatekäufer leiht dem Emittenten einen bestimmten Betrag, den dieser zu bestimmten im Vorfeld definierten Konditionen nach einer bestimmten Zeit zurückzahlt. Hier zeigt sich auch gleich einer der größten Unterschiede zu Aktien und Aktienfonds: Zertifikate besitzen in der Regel eine fest vorgegebene Laufzeit. Danach erlischt das Produkt und der Inhaber erhält eine Rückzahlung. Diese orientiert sich zumeist an der Kursentwicklung des Basiswertes während der gesamten Laufzeit beziehungsweise am Laufzeitende. Dabei sind die Produkte in der Regel so strukturiert, dass sie selbst bei einem stagnierenden oder leicht rückläufigen Kurs des Basiswertes eine positive Rendite generieren.

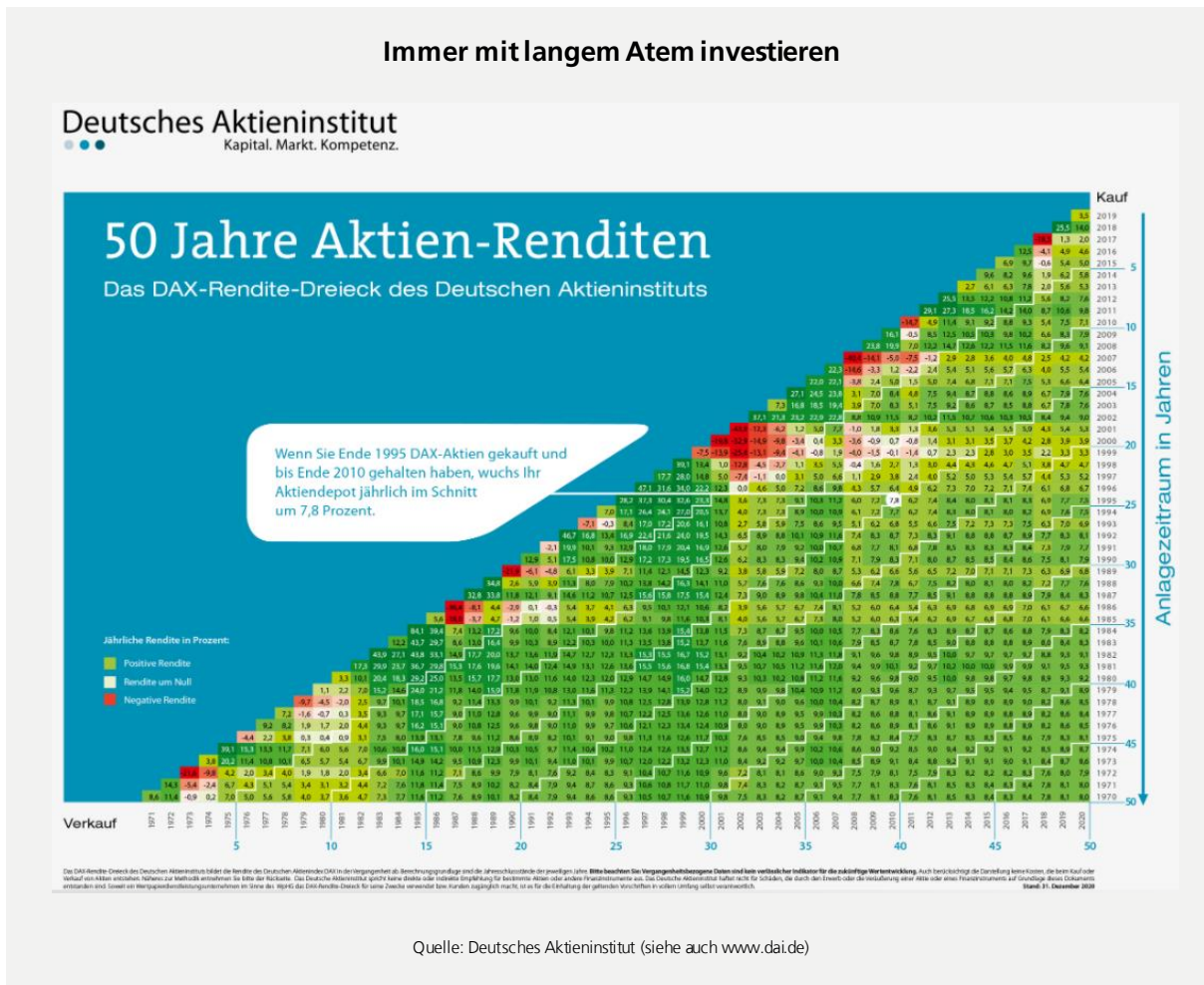
Lediglich bei stark fallenden Kursen des Basiswertes sind sie kein geeignetes Investment, da die Produkte dann ebenfalls stark verlieren können und der Zertifikatekäufer einen Verlust erleidet. Dieser ist dafür aber oftmals niedriger als bei einem Direktinvestment, beispielsweise dem Aktienkauf. Im Gegenzug muss der Anleger akzeptieren, dass er bei stark steigenden Kursen des Basiswertes in der Regel nur bis zu einer bestimmten Obergrenze partizipiert. Denn konstruktionsbedingt weisen die meisten Zertifikate eine Gewinnobergrenze auf. Auch verzichtet der Anleger auf den Erhalt der Dividende, die vom Emittenten des Zertifikats zur Konstruktion verwendet wird. Zertifikate eignen sich grundsätzlich auch für eher unruhige Börsenphasen, denn sie profitieren von den Schwankungen (Volatilitäten), die ein Basiswert über die Laufzeit vollzieht. Je höher diese ausfallen, desto besser sind sogar die Produktkonditionen, die sich in Form von

Renditechance oder Puffer zeigen. Letzterer bezeichnet bei vielen Zertifikaten einen Betrag, um den während der Laufzeit der Basiswertkurs fallen darf, ohne dass die positive Rendite des Zertifikats gefährdet ist. Damit eignen sich Zertifikate ideal zur Portfoliobeimischung, um auch in weniger attraktiven Börsenzeiten den Portfoliowert zu mehren. Versierte Anleger nutzen die Produktgattung zudem für strategische Investments, wie einen vergünstigten Markteinstieg oder eine Absicherung ihrer Positionen.

Hier ist für jeden etwas dabei

Der Frust vieler Sparer angesichts der langanhaltenden Null- und Negativzinsphase mag verständlich sein, ihr hilflos ausgesetzt sind sie aber nicht. Mit den Anlageklassen Aktie, Aktienfonds und Zertifikat bietet sich dem Anleger ein umfangreiches Instrumentarium, um der Zinsfalle zu entkommen und an der positiven Entwicklung kompletter Volkswirtschaften oder einzelner Branchen zu partizipieren. Ganz nach dem eigenen Rendite-/Risiko­profil und dem möglichen zeitlichen Engagement kann er dabei selbst das Steuer übernehmen oder aus der Hand geben. Aktiv werden muss er aber in jedem Fall. Denn auch hier gilt nach Erich Kästner „Es gibt nichts Gutes, außer man tut es“.

Immer mit langem Atem investieren



Quelle: Deutsches Aktieninstitut (siehe auch www.dai.de)



WAS IST EIGENTLICH?

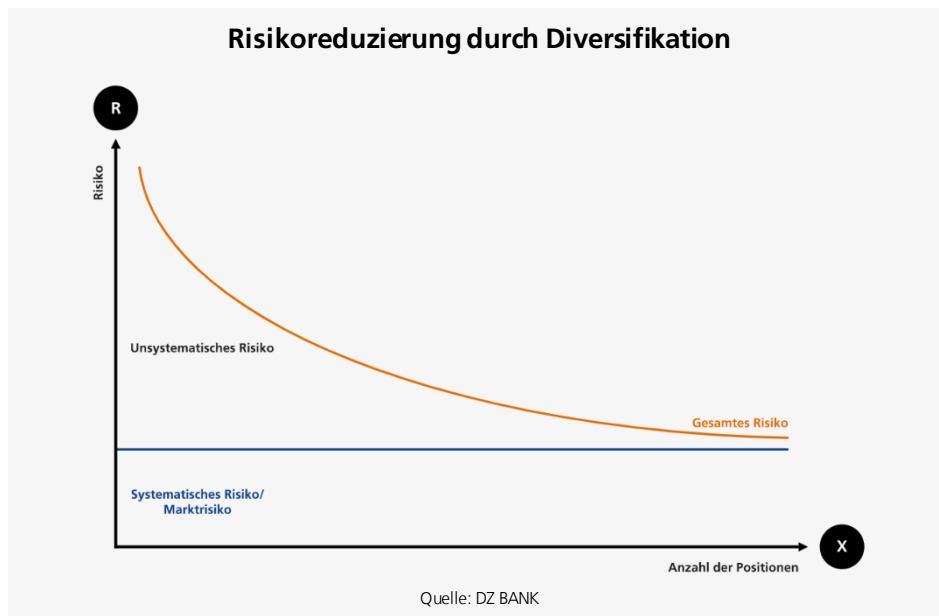
Thorsten Wenzel, Analyst

Jede Investition, jede Aktie ist mehr oder weniger riskant. Durch Diversifikation lässt sich jedoch das Risiko eines Portfolios reduzieren, ohne dass die Rendite darunter leidet. Diese Erkenntnis brachte Harry Markowitz 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Wir beleuchten, was Diversifikation für das eigene Aktienportfolio bedeutet.

Anleger sollten bei der Zusammenstellung eines Aktienportfolios nicht nur die erwartete Rendite, sondern auch das Risiko in Betracht ziehen. Mit einer guten Diversifikation des Portfolios verschaffen sich Anleger eine Art Free Lunch, denn sie können das Risiko des Portfolios verringern, ohne die erwarteten Erträge zu senken. Diese entsprechen dem gewichteten Durchschnitt der erwarteten Renditen der einzelnen Aktien. Dagegen ist das Risiko geringer, vorausgesetzt die einzelnen Aktien sind nicht perfekt miteinander korreliert – steigen und fallen also nicht zur gleichen Zeit.

Zwei Arten von Risiken

Im Kontext der Portfoliotheorie unterscheidet man Marktrisiken und unternehmensspezifische Risiken. Spektakuläre unternehmensspezifische oder unsystematische Risiken waren beispielsweise der Crash der VW-Aktie bei Bekanntwerden des Abgasskandals oder der Bilanzskandal und die anschließende Insolvenz von Wirecard. Dagegen sind die Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 und die im letzten Jahr ausgebrochene Corona-Pandemie teilweise Marktrisiken, da sie den gesamten Aktienmarkt in die Tiefe rissen, wenn auch nur kurzzeitig. Durch die Kombination zahlreicher Investments in einem Portfolio lassen sich die sogenannten unsystematischen unternehmensspezifischen Risiken eines Aktienportfolios im Prinzip nahezu zur Bedeutungslosigkeit reduzieren. Im Gegensatz dazu bleibt das systematische Marktrisiko in vollem Umfang bestehen.



Wie diversifiziert man richtig?

Um das unsystematische, also unternehmensspezifische, Risiko eines Aktienportfolios bei unveränderter erwarteter Rendite zu reduzieren, müssen Anleger in ein Portfolio investieren, dessen Werte nicht im Gleichschritt fallen und steigen. Idealerweise sollten sich die Werte entgegengesetzt bewegen – man spricht dann von negativer Korrelation. Ein typisches Beispiel dafür sind Aktien von Luftfahrtunternehmen und Ölk Aktien. Fällt der Ölpreis, wirkt sich dies auf den Gewinn der Luftfahrtunternehmen positiv aus – wegen niedrigerer Kosten; im Gegenzug erleiden die Ölproduzenten Umsatz- und Gewinnrückgänge. Ein weiteres Beispiel: Die Corona-Pandemie ist geradezu eine Katastrophe für Reiseanbieter, während etwa Gaming-Aktien oder die Anbieter von Videokonferenzen gleichzeitig einen ungeahnten Boom erleben. Politische und regulatorische Veränderungen oder eine Steuerreform betreffen meist nur einzelne Länder und die Unternehmen, die dort aktiv sind. Vor diesem Hintergrund werden rationale Anleger ihr Portfolio über unterschiedliche Branchen und Regionen streuen.

Kritik und Grenzen

Theoretisch nimmt das Risiko des Portfolios mit jeder zusätzlichen Aktie weiter ab. Das könnte erklären, warum manche Aktienfonds eine dreistellige Anzahl von Positionen enthalten. Dies bringt aber auch einen enormen Aufwand für Informationsbeschaffung mit sich und führt unter Umständen zu hohen Transaktionskosten. Darüber hinaus nimmt der Nutzen einer zusätzlichen Aktie im Portfolio mit der Anzahl der Positionen ab.

Investoren sind in Sachen Diversifikation auch nicht vor bösen Überraschungen gefeit. Denn die Korrelation von einzelnen Aktien lässt sich zwar für die Vergangenheit genau messen. Doch die ermittelten Werte lassen sich nicht einfach in die Zukunft fortschreiben, weil sie aufgrund der Vielzahl der Einflussfaktoren einer stetigen Veränderung unterliegen. Einer alten Börsenweisheit zufolge ist das Einzige, das in einem Bärenmarkt steigt, eben jene Korrelation.

Grundlagen eines ausgewogenen Portfolios

1. Korrelationen vermeiden

Anleger sollten eine zu hohe Konzentration in einzelnen Positionen vermeiden, auch wenn sie von diesen Investments fest überzeugt sind. Gleichzeitig gilt es darauf zu achten, dass die Positionen nicht miteinander korreliert sind.

2. Umfang begrenzen

Das Aktienportfolio sollte die überschaubare Größe von 20 bis 40 Unternehmen nicht überschreiten. Andernfalls ist die einzelne Position zu klein, um von der erwarteten positiven Entwicklung der Aktie nennenswert zu profitieren und die Überwachung des Portfolios wird zu aufwendig.

3. Gleichgewichtung vornehmen

Es empfiehlt sich, eine Gleichgewichtung der einzelnen Positionen vorzunehmen, um die Effekte einer negativen Korrelation optimal zu nutzen. Bei einer Gewichtung nach Marktkapitalisierung, wie sie bei Indexfonds in der Regel auftritt, ist das unsystematische Risiko tendenziell auf wenige Großunternehmen konzentriert, wodurch der Diversifikationseffekt verringert wird. Zudem führt eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung dazu, dass Anleger Trends hinterherlaufen, was zumindest dann „schmerzhaft“ werden kann, wenn dieser Trend bricht. Einen Ansatz, der den beschriebenen Kriterien in Bezug auf Aktienportfolios weitgehend entspricht, verfolgen wir mit den DZ BANK Aktienideen Global (siehe „Mischpult“).

4. Anlageklassen kombinieren

Diversifikation spielt natürlich nicht nur bei der Zusammenstellung des Aktienportfolios, sondern auch über Anlageklassen hinweg eine wichtige Rolle. Tendenziell ist die Wertentwicklung von Anleihen und Gold negativ korreliert mit dem Aktienmarkt. Auch diese Anlageklassen sollten also je nach Risikoneigung in einem gut diversifizierten Portfolio berücksichtigt werden.



THINK-TANK

Daniel Lenz, Analyst

Die Corona-Pandemie und ihre wirtschaftlichen und fiskalischen Folgen treffen die Staaten der Eurozone unterschiedlich hart. Entscheidend ist die jeweilige gesamtwirtschaftliche Struktur. Und hier hat die Pandemie die Unterschiede nicht nur offen zutage treten lassen, sondern sogar noch vergrößert. Was bedeutet das für die Zeit nach der Pandemie?

Die negativen wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie sind immens. Ganze Wirtschaftszweige mussten im vergangenen Jahr und zu Beginn dieses Jahres stillgelegt werden, um eine noch weitergehende Eskalation der Pandemie und einen Kollaps des Gesundheitswesens zu verhindern. Die Leidtragenden waren vor allem Branchen des Dienstleistungssektors und ihre Beschäftigten, aber auch die Industrie litt unter einer geringeren Nachfrage und Lieferengpässen. Um eine wirtschaftliche Depression zu verhindern, haben Staaten weltweit, vor allem aber auch in Europa, Unternehmen und private Haushalte mit riesigen Geldsummen unterstützt. So konnten bislang viele Unternehmensinsolvenzen vermieden und Arbeitsplätze gerettet werden. Wenngleich nicht alle Maßnahmen gleichermaßen zielführend und effizient waren, haben sich die staatlichen Hilfen als die richtige, vermutlich sogar alternativlose Entscheidung erwiesen.

Die Kehrseite der Medaille: Der beispiellos große finanzielle Kraftakt der Staaten hinterlässt einen riesigen Schuldenberg. Im Fall von Deutschland wird der Schuldenstand auf weit über 70% der Wirtschaftsleistung in diesem Jahr steigen; 60% sind laut Maastricht-Vertrag eigentlich die Höchstgrenze. Von mehreren Seiten wurden deswegen bereits mahnende Worte laut. Nicht wenige Beobachter befürchten, dass unsere Enkelkinder später einmal für die Schulden aufkommen müssten. Handelt es sich hierbei um die üblichen Reflexe im politischen Diskurs oder steckt mehr dahinter?

Risiken für Deutschland wohl überschaubar

Auf solche Fragen antwortet der Volkswirt gern mit „Es kommt darauf an“ und auch in diesem Fall ist das Lagebild nicht unbedingt allein schwarz oder weiß. Die gute Nachricht ist, dass Deutschland die besten Voraussetzungen hat, die Schuldenstandsquote nach der Krise zu senken und in einigen Jahren die Maastricht-Defizitkriterien wieder zu erfüllen. Das liegt vor allem an dem gegenwärtigen Umfeld niedriger, sogar negativer Renditen. Musste der deutsche Staat 2005 noch etwa 2,5% der Wirtschaftsleistung für den

Schuldendienst aufwenden, sind es gegenwärtig nur noch 0,5%. Die entsprechenden Ausgaben werden voraussichtlich sogar weiter sinken, da Deutschland für seine Anleihen Zinsen zahlt, die noch immer deutlich über den Marktrenditen liegen. Dabei sollte es auch dann bleiben, wenn dieser Richtwert leicht zunimmt. Die geringen Aufwendungen für den Schuldendienst machen es Deutschland leicht, den Haushalt auszugleichen oder sogar einen Überschuss zu erzielen. Wichtig ist allerdings, dass die Bundesregierung nach der Pandemie zu einer neutralen Fiskalpolitik mit moderaten Primärüberschüssen (Haushaltssaldo vor Zinszahlungen) zurückkehrt. Gibt der deutsche Staat dauerhaft mehr aus als er einnimmt, droht auch der Schuldenstand auf hohem Niveau zu verharren.

Noch stellt die EZB die Refinanzierung der Staaten sicher

Während Deutschland gute Voraussetzungen hat, die Corona-Krise ohne bleibende Schäden für die hervorragende Bonität seiner Staatsfinanzen zu überstehen, lauert in anderen Teilen der Eurozone Gefahr. Italien war schon vor der Krise hoch verschuldet, nunmehr drohen neue Rekordwerte in der Nähe von 160% der Wirtschaftsleistung. Italiens Aufwendungen für den Schuldendienst sind nicht nur deutlich höher, sie werden sogar noch steigen. Gegenwärtig leidet Italien unter den Folgen einer zweiten Corona-Welle. Der erhoffte Aufschwung verzögert sich, gleichzeitig wachsen die staatlichen Mehrausgaben. Durch den Regierungswechsel hat zumindest die politische Stabilität in Rom wieder zugenommen. Der neue Regierungschef Mario Draghi wird von einem breiten Parteienbündnis im Parlament unterstützt. Dies verleiht ihm die politische Autorität und die Fähigkeit, die zur Bewältigung der Krise notwendigen Maßnahmen zu ergreifen. Einschneidende Sparmaßnahmen und Steuererhöhungen im Nachgang der Krise wurden jedoch bereits ausgeschlossen. Daher steht zu befürchten, dass Italien über die Krise hinaus deutlich mehr Geld ausgibt als es einnimmt. Gleichzeitig leidet das Land unter einer strukturellen Wachstumschwäche, sodass eine hohe Ausgabendisziplin in einer Zeit nach Corona eigentlich umso wichtiger wäre.

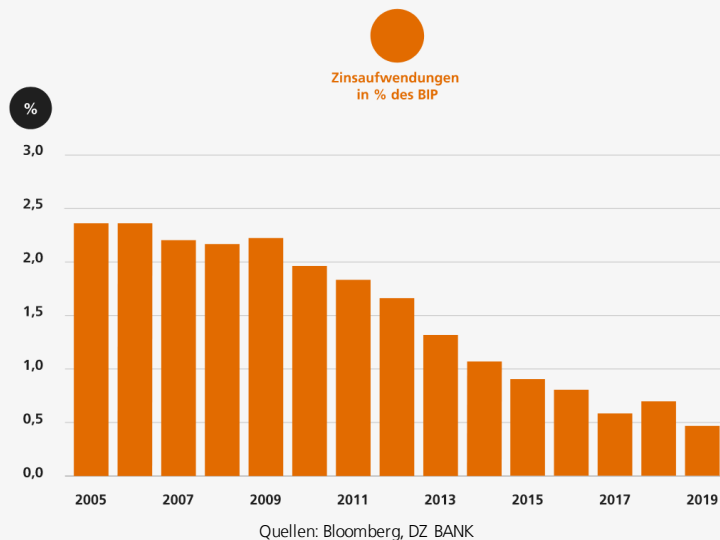
Zurzeit werden die fiskalischen Risiken noch von der Politik der EZB überlagert. Im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), mit einem Gesamtvolumen von derzeit 1.850 Mrd. Euro, kauft die Notenbank überwiegend Staatsanleihen. PEPP bietet der EZB sogar die Möglichkeit, vom sonst üblichen Ankaufschlüssel abzuweichen und mehr italienische Bonds zu kaufen. Das sichert dem italienischen Schatzamt nicht nur eine ausreichende Nachfrage nach dem wachsenden Angebot an italienischen Staatsanleihen, die EZB stellt auf diese Weise auch inmitten der Krise die aktuell besonders günstigen Refinanzierungskonditionen sicher. Dies hat bislang sogar die Mehrzahl der Ratingagenturen überzeugt, Italiens Bonitätsnote nicht herabzusetzen.

Strukturreformen sind entscheidend

Doch wie steht es um Italiens Staatsfinanzen, wenn die EZB nach der Krise weniger expansiv agiert und die Staatsanleihekäufe zurückfährt? Die gravierenden Probleme, mit denen das Land zu kämpfen hat und die durch die Geldpolitik derzeit noch überlagert werden, dürften dann offen zutage treten. Italien müsste ein aus Sicht der Investoren überzeugendes Konzept dazu vorlegen, wie die Verschuldung gesenkt und zugleich das wirtschaftliche Wachstumspotenzial des Landes gesteigert werden kann. Die Gelder aus dem Wiederaufbaufonds der EU können hier einen wichtigen Impuls setzen, ausreichen werden sie nicht. Bleibt die Regierung in Rom die notwendigen Antworten schuldig, wird das Anlegermisstrauen schnell zunehmen. Steigende Refinanzierungssätze sind aber Gift für ein hoch verschuldetes Land. Angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung Italiens für die Eurozone kann sich die Währungsgemeinschaft Zweifel an der Schuldentragfähigkeit ihres größten Schuldners nicht leisten. Rufe nach finanzieller Hilfe aus Brüssel oder erneuten Marktinterventionen der EZB könnten alsbald folgen.

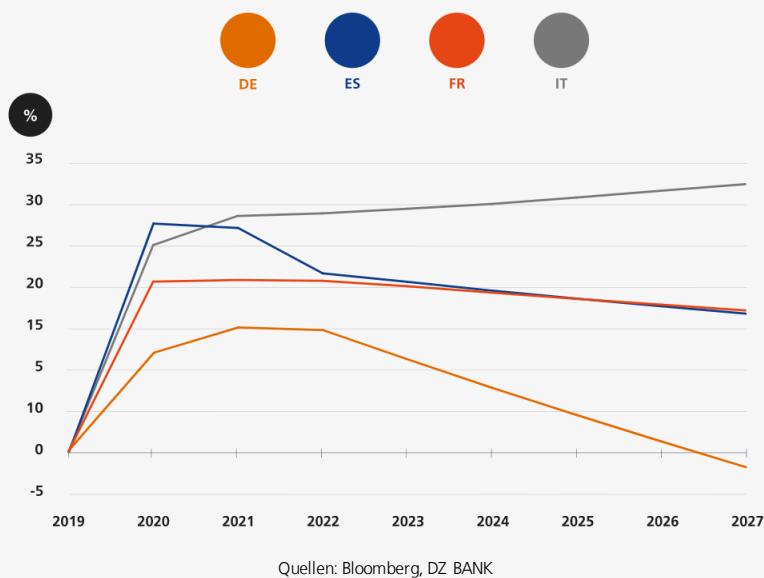
Eine dauerhafte Abhängigkeit einzelner oder mehrerer Staaten von den Anleihekäufen der Notenbank kann jedoch nicht die Lösung sein. Auf diese Weise würde das Vertrauen in den Euro langfristig Schaden nehmen. Alternativ dürfte eine Diskussion über dauerhafte fiskalische Transfermechanismen innerhalb der Währungsunion entbrennen. Eine Art Finanzausgleich zwischen den Staaten wäre aber nicht nur politisch brisant, auch hohe Transferzahlungen sind keine Garantie für eine nachhaltige wirtschaftliche Angleichung. Damit bleibt der einzige Erfolg versprechende Weg eine Rückkehr zu einer neutralen Fiskalpolitik und wachstumsfördernde Strukturreformen. Ob es Italien gelingt, diesen Weg einzuschlagen, werden die kommenden Monate zeigen.

Deutschlands Aufwendungen für den Schuldendienst sinken



Italiens Schuldenberg droht zu einem dauerhaften Problem der Eurozone zu werden

Erwartete Änderung der Gesamtverschuldung in % des BIP ggü. 2019



Alles ist auch nichts

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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

Zurzeit verspürt Diogenes das dringende Bedürfnis, einmal über etwas anderes nachzusinnen als über das, wovon überall geredet wird. Deshalb ist er dankbar dafür, dass ihn kürzlich jemand gefragt hat, ob er sich schon einmal mit dem sogenannten Josefspfennig befasst hat. Hat er nicht, und jetzt tut er es gründlich.

Erst einmal sind die historischen Dimensionen zu klären. Es geht um Josef von Nazareth, den Vater von Jesus, und der lebte bekanntlich um das Jahr null. Er ist also rund 400 Jahre jünger als Diogenes. Ausgedacht hat sich das Gedankenexperiment um den Josefspfennig der englische Philosoph Richard Price vor 243 Jahren. Deshalb geht es auch nicht um einen Pfennig, sondern um einen britischen Penny, und den wiederum gibt es seit etwa 1.200 Jahren.

Price stellte sich also vor, dass Josef einen Penny zu 5% Zinsen angelegt hätte. Mit einfacher Verzinsung wären daraus in 1.700 Jahren 7 Schilling und 4,5 Pence geworden – das hat Diogenes nachgerechnet. Mit Zinseszins dagegen wäre die Anfangsinvestition auf einen Wert angewachsen, der laut Price 150 Millionen Erdkugeln aus purem Gold entspräche – nicht nachgerechnet.

Ebenfalls nicht nachgerechnet hat Diogenes, um wie viel reicher als Josef er sein könnte, da er ja schon 400 Jahre früher hätte investieren können. Er bereut es auch nur wenig, dass er das damals verpasst hat. Es wäre nämlich äußerst nervenaufreibend gewesen, dieses Vermögen über 2.434 Jahre durch die Wirren der Geschichte zu steuern. Dass es damals weder Penny noch Pfennig gab, und heute auch den Pfennig nicht mehr, ist noch das kleinste Problem. Aber das Eintreiben der Zinsen wäre spätestens ab dann schwierig geworden, als er selbst bereits alles Geld der Welt besaß.

Die Geschichte verdeutlicht sehr schön das „Wunder des Zinseszinses“ – im aktuellen Zusammenhang auch bekannt als „die Macht des exponentiellen Wachstums“. Zugleich macht sie deutlich, dass es Grenzen gibt. Aber wo liegen diese? Wie lange kann exponentielles Wachstum anhalten? Und muss es unvermeidlich im Zusammenbruch enden?

Schwarzseher und Weltuntergangspropheten sind ja ganz versessen auf die Gefahren exponentiellen Wachstums. Thomas Malthus, der Begründer des modernen Wachstumspessimismus, erklärte vor 223

Jahren, dass die Menschheit sich exponentiell vermehrt, wenn man sie lässt, aber die Nahrungsmittelerzeugung langsamer steigt, sodass es regelmäßig zu Hungersnöten und Massensterben kommt. Die zeitgenössischen Wachstumspessimisten fürchten beispielsweise den Staatsbankrott, weil der Staat immer mehr Schulden aufnimmt, und weil die Zentralbank die Geldmenge immer mehr ausdehnt, malen sie eine Hyperinflation an die Wand. Und überhaupt sei das Wirtschaftswachstum längst über seine Grenzen getreten, der Untergang des Planeten längst überfällig. Die Realität hat sie alle Lügen gestraft – jedenfalls bis jetzt.

Das Problem mit dem Begriff des exponentiellen Wachstums liegt darin, dass er einen automatisch an dessen explosive Spät- oder Endphase denken lässt, nicht aber daran, dass es in der Anfangsphase sehr gemächlich zugehen kann. Josefs Penny hätte sich bis zu seinem Lebensende auch mit Zinseszins nur etwa verzehnfacht, also vielleicht für eine Grabkerze gereicht. Wenn er auferstanden wäre, hätte er 380 Jahre weiterleben müssen, um Millionär zu werden – wäre aber schon nach weiteren zwölf Jahren Doppelmillionär (die erste Million ist bekanntlich die schwerste) und nur 128 Jahre später Milliardär. Nur: Solche Rechenübungen sind eben Rechenübungen und praktisch ohne jeden Sinn. Je länger der Zeitraum, desto todsicherer kommt irgendetwas dazwischen.

Die harte Grenze für exponentielles Wachstum liegt dort, wo etwas so stark gewachsen ist, dass in der Welt für nichts anderes mehr Platz wäre. Mehr als alles gibt es in der realen Welt nicht, weniger als nichts geht auch nicht; deshalb gelten negative Zahlen in der Mathematik auch als unnatürlich. Lange vor dem Eintritt in die explosive Phase wird sich das Wachstum aus tausend Gründen abflachen oder umkehren. Der Beweis: Wenn es in der Erdgeschichte auch nur einen einzigen Fall von ungebremstem exponentiellem Wachstum gegeben hätte, wäre unsere Welt nicht das Durcheinander, das sie nun mal ist.

Diogenes appelliert also an die enttäuschten Endzeitjünger, aus ihrer Schmollecke herauszukommen und sich stattdessen am Wachstum dort zu erfreuen, wo es welches gibt. Wer einen Garten hat, weiß vielleicht, was gemeint ist.



Hinweise

- 1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.
- 2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.
- 3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

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

Stand: 10. März 2021

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorge-lagert 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 Gewichtungungen 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-Branche-strategie (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 Singapur 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 Kursewartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte abgegeben 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.