



ZINSWENDE: EIN STÜCK NORMALITÄT

- Seit über zwei Jahren steht die Finanzwelt Kopf. Die Zinsen für viele Bundesanleihen – insbesondere mit kürzeren Laufzeiten – sind negativ. Im vierten Quartal 2016 zogen die Zinsen plötzlich wieder an. Für sich genommen ist dies nur ein kleiner Schritt zurück zur Normalität. Trotzdem steht die Frage im Raum, ob dies der Anfang einer großen Zinswende ist.
- Die steigenden Inflationserwartungen sprechen für höhere Kapitalmarkttrenditen. Dennoch dürften die Inflationsraten zunächst weiter über den Zinsen liegen, sodass der Realzins vorerst negativ bleibt.
- Auch vonseiten der Geldpolitik erwarten wir Impulse für moderat höhere Kapitalmarktzinsen. Die US-Notenbank Fed hat den Anfang bereits gemacht und erhöht damit den Druck auf andere Notenbanken.
- Bundesanleihen gelten in turbulenten Zeiten als sicherer Anlagehafen. Auch wegen daraus resultierender Kapitalzuflüsse sind die deutschen Zinsen unnatürlich stark gesunken. Da wir derzeit keine Gründe für eine neue systemische Krise sehen, steht einer Zinswende bei den Bundesanleihen auch in dieser Hinsicht nichts im Wege.
- Die moderat positiven Konjunkturaussichten sprechen ebenfalls dafür, dass sich die Zinsen weiter von ihren Tiefständen entfernen. Trotz der Gründe, die für einen moderaten Anstieg sprechen, gibt es auch Faktoren, die den Zinsauftrieb begrenzen. Dazu gehören im Trend rückläufige Wachstumsraten in den Industrienationen.
- Der digitale Wandel wirkt dämpfend auf die Nachfrage nach Kapital. Der technische Fortschritt begrenzt also tendenziell den Zinsauftrieb.
- Die demographische Situation in vielen Industrienationen wird noch mehrere Jahre für hohe Sparvolumina sorgen. Das hohe Kapitalangebot dämpft das Potential für höhere Zinsen.
- Eine kräftige Trendwende bei den globalen Zinsen würde zuerst in Schwellenländern Probleme sichtbar machen. Denn trotz einiger Stabilisierungserfolge auf der staatlichen Ebene hat die Verschuldung der Schwellenländer im Privatsektor, insbesondere bei den Unternehmen, während der letzten Jahre stark zugenommen.
- Unsere Analyse führt zu folgender Prognose: Die Zinsen werden – ausgehend vom derzeit extrem niedrigen Niveau – in den nächsten Monaten moderat steigen. Zum Jahresende 2017 erwarten wir die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen bei 0,75 % (Deutschland) beziehungsweise 3,10 % (USA). Strukturelle Gründe sorgen dafür, dass der Zinsanstieg auch über das Jahresende hinaus nur moderat ausfallen dürfte.

Zinsprognosen

10-jährige Anleihen	Aktuell	30.06.2017	31.12.2017
Deutschland	0,49	0,50	0,75
USA	2,55	2,80	3,10
UK	1,52	1,60	1,80

Quelle: Berenberg.

Autoren:

Martin Mayer
Vermögensverwaltung
Telefon +49 40 350 60-8117
Martin.Mayer@berenberg.de

Wolfgang Pflüger
Makro Research
Telefon +49 40 350 60-416
Wolfgang.Pflüger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
Makro Research
Telefon +49 40 350 60-113
Joern.Quitzau@berenberg.de

1. Einleitung

Seit August 2014 steht die Finanzwelt Kopf. Damals passierte das prinzipiell Udenkbare: Die Zinsen für einzelne Bundesanleihen fielen erstmals unter null Prozent. Dass jemand Geld verleiht und dafür keinen Zins verlangt, sondern seinem Schuldner – in diesem Fall dem deutschen Staat – sogar eine Prämie für die Entgegennahme und das sichere Verwahren des Geldes zahlt, galt bis dahin eigentlich als unmöglich.

Aus ökonomischer Sicht sind Zinsen für jeden Einzelnen ein wichtiger Anreiz, Ersparnisse zu bilden und das verfügbare Einkommen nicht sofort vollständig auszugeben. Diesen vorläufigen Konsumverzicht lässt sich der Sparer honorieren, weil er eine Reihe von Risiken eingeht: Zum Beispiel können die Ersparnisse zwischenzeitlich durch Inflation entwertet werden oder der Schuldner ist nicht in der Lage, zum vereinbarten Zeitpunkt den vollen Betrag zurückzuzahlen. Für diese und andere Risiken muss der Sparer kompensiert werden. Würde der Zins auf null Prozent oder sogar darunter fallen, lohnt sich die Ersparnisbildung nicht mehr und das Geld würde vollständig in den Konsum fließen. Aus diesem Grund galt die Null-Prozent-Linie als natürliche Zinsuntergrenze.

Soweit die Theorie. In der Praxis ist der Zins über viele Jahrzehnte im Trend gefallen und hat – zumindest in Deutschland – an der Null-Linie nicht halt gemacht. Zunächst sind die Zinsen der Bundesanleihen mit kürzeren Laufzeiten in den Minusbereich gesunken, bevor dann nach und nach auch die längeren Laufzeiten bis hin zur zehnjährigen Bundesanleihe ins Minus drehten. Die Aufregung unter privaten und institutionellen Anlegern war entsprechend groß.

Im vierten Quartal 2016 zogen die Zinsen – ausgehend von den USA – plötzlich wieder an, sodass zumindest die zehnjährige Bundesanleihe seitdem wieder eine bescheidene Rendite abwirft. Es gehört zu den Eigentümlichkeiten der Finanzmärkte, dass dieser leichte Anstieg, der für sich genommen ja nur einen kleinen Schritt zurück zur Normalität darstellt, nun ebenfalls für große Aufregung sorgt – die Angst vor der großen Zinswende macht sich breit.

Wir gehen in dieser Publikation der Frage nach, ob der jüngste Anstieg tatsächlich schon die Wende war und die Zinsen von nun an im Trend wieder nach oben gehen. Angebot und Nachfrage regeln auch am Anleihemarkt den Preis (hier also den Zins). Wir skizzieren die unterschiedlichen Einflussfaktoren, die auf die Angebots- sowie auf die Nachfrageseite wirken und somit das Zinsniveau beeinflussen. Dabei untersuchen wir insbesondere den Einfluss der Inflationserwartungen, die Rolle der Notenbanken, die Risikoneigung der Marktteilnehmer, die konjunkturellen Einflüsse und die Bedeutung der Altersvorsorge.

Die Welt steht Kopf: Sparer zahlen eine Prämie, damit ihnen jemand das Geld abnimmt

Zinsen sind ein wichtiger Anreiz, Ersparnisse zu bilden

Langfristiger Abwärtstrend am Anleihemarkt mündet im negativen Bereich

US-Zinsen steigen wieder und ziehen das internationale Zinsniveau mit hoch

Unterschiedliche Einflussfaktoren

2. Inflation und Inflationserwartungen

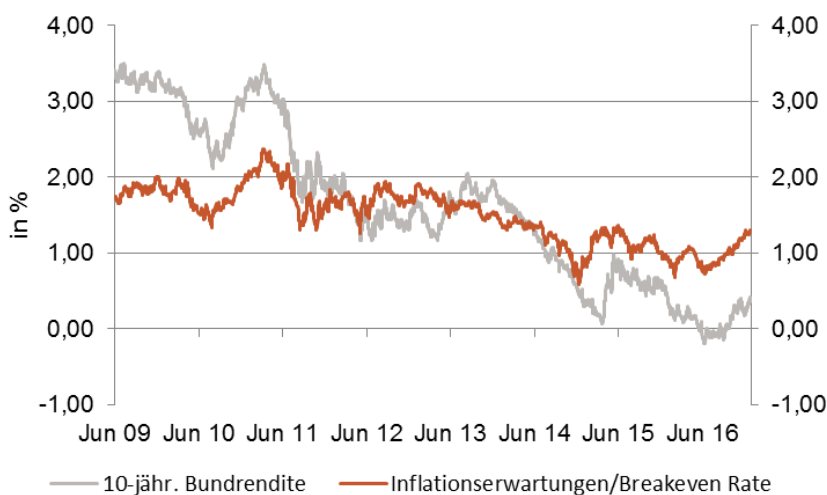
Durch die Verzinsung einer Anleihe werden dem Anleger verschiedene Faktoren vergütet. Zum einen entschädigt sie den Gläubiger grundsätzlich für die Tatsache, dass ihm die investierte Geldsumme während der Haltdauer des Papiers weder als Liquidität noch für Konsumzwecke zur Verfügung steht. Zum anderen fällt die Verzinsung umso höher aus, je niedriger die Bonität des Schuldners eingeschätzt wird, das heißt dessen Fähigkeit, laufende Zinszahlungen zu bedienen sowie am Laufzeitende die Schuldverschreibung zu tilgen.

Der Zins einer Anleihe vergütet den Anleger für verschiedene Faktoren

Über diese Komponenten hinaus kann der Käufer einer Anleihe erwarten, eine Prämie für das Risiko zukünftiger Inflation zu erhalten, um nicht mit einem Kaufkraftverlust rechnen zu müssen. Würde beispielsweise ein Anleger ein Papier zu einer Rendite von 1,5 % erwerben und zugleich eine Inflationsrate von 2 % erwarten, hieße dies, in realen Preisen eine negative Verzinsung in Höhe von 0,5 % zu akzeptieren. Die Steigerung des allgemeinen Preisniveaus wäre größer als die nominale Rendite. Genau diese Konstellation besteht bei deutschen Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit. Zu Beginn des Jahres 2017 rentierte das entsprechende Staatspapier bei rund 0,20 %, während der Kapitalmarkt mit einer Inflationsrate von ca. 1,20 % rechnete. Sofern sich „der Markt“ in seiner Einschätzung nicht gravierend irrte, würde ein zu diesem Zeitpunkt aktiver Investor eine jährliche reale Negativverzinsung von rund einem Prozent erzielen.

Zins als Ausgleich für Inflation

1. 10-jährige Bundrendite versus Inflationserwartungen/Breakeven-Rate



Quelle: Bloomberg.

Mit dem Phänomen, beim Neuerwerb einer zehnjährigen Bundesanleihe angesichts der jeweils gegebenen Nominalrendite nach Abzug der erwarteten Inflation ein negatives Ergebnis in Aussicht gestellt zu bekommen, sind die Marktteilnehmer seit Mitte des Jahres 2012 fast durchgehend konfrontiert. Seither konnte lediglich bei einer Anlage im zweiten Halbjahr 2013

Negativer Realzins seit Mitte 2012

und im ersten Halbjahr 2014 eine Verzinsung erwartet werden, welche die am Kapitalmarkt eingepreiste künftige Inflationsrate überstieg (Abb. 1).

Die zuletzt wieder anziehenden Inflationserwartungen sind nicht nur dem gestiegenen Ölpreis geschuldet. Darüber hinaus sprechen auch die stabilen Wachstumserwartungen für Deutschland und die Eurozone sowie die anhaltenden Bemühungen der Europäischen Zentralbank (EZB), zu einem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus beizutragen, für im Vergleich zu den Vorjahren höhere Inflationsraten. Im Dezember 2016 zogen die Inflationsraten ölpreisbedingt bereits kräftig an. Für Deutschland erwarten wir im Gesamtjahr 2017 eine Inflationsrate von 1,7 % (nach 0,4 % im Jahr 2016), für den gesamten Euroraum 1,3 % (nach 0,3 % im vergangenen Jahr).

Diese Aussichten sind auf die jüngsten Entwicklungen jenseits des Atlantiks zurückzuführen. Die Politik des neuen US-Präsidenten Donald Trump dürfte mit steigenden Staatsausgaben, partiell sinkenden Steuern und in der Folge mit höheren öffentlichen Haushaltsdefiziten einhergehen. Das Preisniveau dürfte aufgrund dieser Maßnahmen steigen, sodass wir für die Vereinigten Staaten nach einer Inflationsrate von 1,3 % im Jahr 2016 für das laufende Jahr mit einem Anstieg auf 2,3 % rechnen.

Fazit: Die aktuell steigenden Inflationserwartungen sprechen für steigende Kapitalmarkttrenditen. Andernfalls würde sich die Diskrepanz zwischen der Verzinsung einerseits und dem Kaufkraftverlust andererseits noch vergrößern. Zwar glauben wir nicht, dass die deutschen Renditen bereits in den kommenden Monaten stark genug steigen werden, um die Inflationserwartungen beziehungsweise die tatsächliche Inflationsrate zu kompensieren, doch sollte sich der Abstand zwischen beiden verringern. Die Möglichkeit einer „Zinswende“ wird vom Inflationsumfeld solide unterstützt. Mit Blick auf das Jahresende 2017 dürfte sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von derzeit rund 0,4 % in Richtung 0,75 % bewegen.

3. Geldpolitik und Leitzins

Zentralbanken steuern mit ihrer Geldpolitik das Zinsniveau. Mithilfe des Leitzinses bestimmen sie unmittelbar allerdings nur, zu welchen Kosten sich die Geschäftsbanken bei der Zentralbank refinanzieren können. Somit hat die Geldpolitik insbesondere Einfluss auf die kurzfristigen Zinsen. Die langfristigen Zinsen werden dagegen stärker von der Angebots-Nachfrage-Konstellation am Markt bestimmt. Der Leitzins ist dabei nur einer von mehreren Einflussfaktoren. Abbildungen 2 und 3 zeigen: Je kürzer die Laufzeit der Anleihe, desto enger ist der Zusammenhang zwischen Leit- und Marktzins. So ist der Zusammenhang zwischen Leitzins und den zweijährigen Staatsanleihen sowohl in den USA als auch in Deutschland erkennbar eng. Die zehnjährigen Staatsanleihen weichen dagegen in der Regel deutlich stärker vom Leitzins ab, auch wenn ein trendmäßiger Zusammenhang für die längeren Laufzeiten ebenfalls deutlich sichtbar ist. Abbildung 3 zeigt zudem, dass die Zinsen der Anleihe mit fünfjähriger Laufzeit erwar-

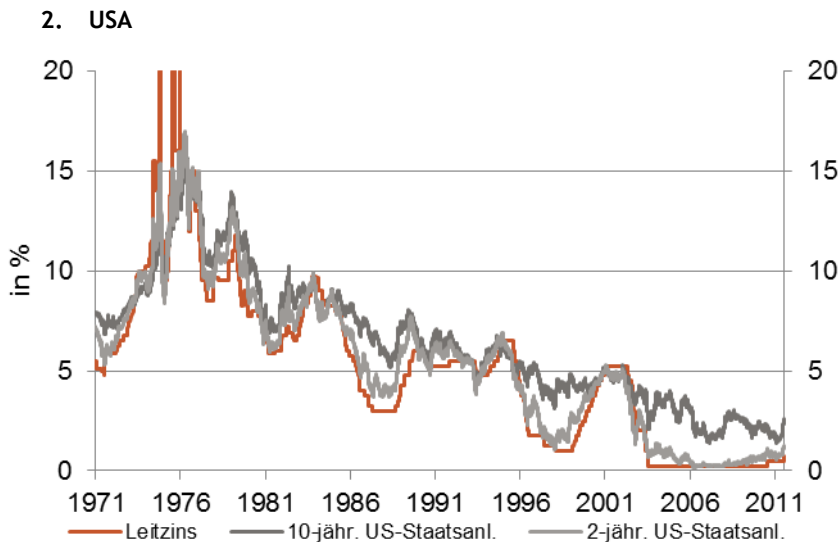
Inflationserwartungen und Inflationsraten steigen wieder...

...wegen der erwarteten Wirtschaftspolitik in den USA

Inflationssausichten sprechen für steigende Kapitalmarkttrenditen

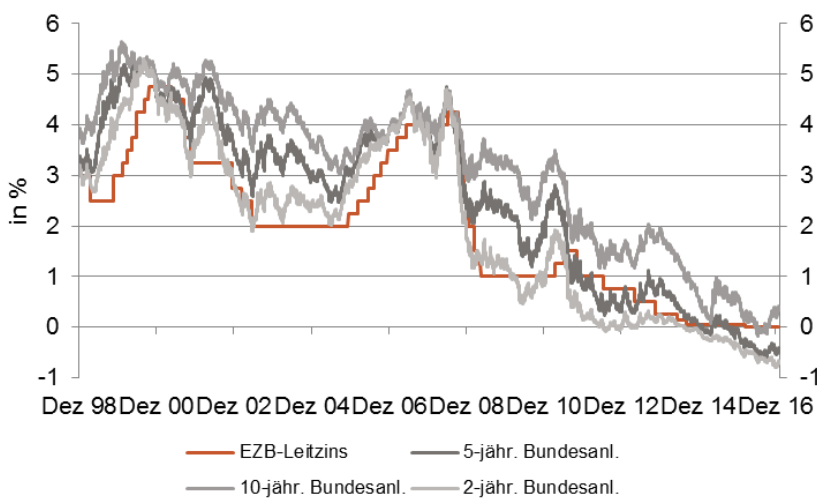
Zentralbanken haben insbesondere Einfluss auf die kurzfristigen Zinsen, die langfristigen Zinsen werden am Markt gebildet

tungsgemäß zwischen den Zinsen der zwei- und der zehnjährigen Anleihen lagen.



Quelle: Bloomberg.

3. Deutschland - EZB-Leitzins, 2-, 5- und 10-jährige Bundesanleihe



Quelle: Bloomberg.

Die graphische Darstellung legt nahe, dass der Leitzins einen hohen Einfluss auf die Marktzinsen hat, insbesondere auf die kürzeren Laufzeiten. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Graphik keine Auskunft über die Kausalität gibt. Es ist wahrscheinlich, dass Faktoren, die Einfluss auf die Höhe der Marktzinsen haben, auch die Zentralbanken zum Handeln zwingen. Tatsächlich spielt hierbei der in Abschnitt 2 dargestellte Zusammenhang zwischen Inflationserwartungen und Zinsen eine Rolle. Wenn beispielsweise die Inflationserwartungen steigen, reagieren die Anleihe-Investoren umgehend mit der Forderung nach einem Inflationsausgleich. Im Ergebnis steigen die Marktzinsen inflationsbedingt. Zeitverzögert werden auch die Notenbanken reagieren und die Leitzinsen nach oben setzen,

Positive Korrelation von Leit- und Marktzins ist nicht zu übersehen

um die Inflation einzudämmen. Ein gewisser Gleichlauf von Markt- und Leitzinsen ist also durch das Thema Inflation zu erklären – wobei der Leitzins in diesem speziellen Fall eher dem Marktzins folgt, als dass die Geldpolitik der erklärende Faktor für die Bewegungen am Markt ist.

Zentralbanken haben das Zinsumfeld in den vergangenen Jahren aber nicht nur indirekt über den Leitzins beeinflusst, sondern in Form der Anleiheankaufprogramme („quantitative Lockerung“) direkt in die Marktpreisbildung eingegriffen. Die zusätzliche Nachfrage nach Anleihen durch zahlreiche wichtige Zentralbanken hat die Kurse der Anleihen nach oben getrieben und die Zinsen damit weiter gedrückt. Die beim Nullzins normalerweise zu erwartende Reaktion der Anleger, den Anleihemarkt wegen Unattraktivität zu meiden und damit den Zinsverfall zu stoppen, wurde durch die Zentralbanken somit (über-)kompensiert.

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass es erwartungsgemäß einen Zusammenhang zwischen der Höhe des Leitzinses und der Höhe der Kapitalmarktzinsen gibt, der umso enger ausfällt, je kürzer die Laufzeiten der zinstragenden Papiere sind. Am Beispiel der Inflation zeigt sich aber, dass der Leitzins nicht zwangsläufig die erklärende Größe für den Marktzins ist, sondern dass Marktmechanismen bereits Entwicklungen antizipieren können, die letztlich die Notenbanken zu ihren geldpolitischen Entscheidungen zwingen.

Für das weitere Verständnis der Zinsbildung ist es wichtig, dass Zentralbanken mit ihrer Geldpolitik nicht den Ausgangspunkt aller wirtschaftlichen Entwicklungen darstellen. Zentralbanken reagieren vielmehr auf vorausgegangene (und gegebenenfalls auf absehbare) wirtschaftliche Prozesse und nehmen damit Einfluss auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung. Die Geldpolitik ist prinzipiell gut geeignet, eher kurzfristige konjunkturelle Phänomene zu steuern; sie ist aber prinzipiell ungeeignet, langfristige strukturelle Phänomene zu verändern. Langfristige Strukturthemen sind für Zentralbanken eher exogene Faktoren, die sie für ihre geldpolitischen Entscheidungen als gegeben hinnehmen müssen.

Wenn beispielsweise die demographische Entwicklung zu starkem Vorsorgesparen führt und wegen des hohen Kapitalangebots der Marktzins langfristig sinkt, ist das ein struktureller Trend, auf den die Geldpolitik kaum reagieren kann (Abschnitt 7). Wenn sich die Konjunktur aber vom langfristigen Wachstumstrend abkoppelt und im Auf- oder Abschwung Übertreibungen mit inflatorischen oder deflatorischen Effekten drohen, dann ist die Zentralbank gefragt. Sie kann mit ihrer Zinspolitik und mit anderen geldpolitischen Instrumenten gegensteuern.

Fazit: Aufgrund der steigenden Inflationsraten und der bereits äußerst expansiven Geldpolitik in der Eurozone und in anderen wichtigen Währungsräumen liegt es auf der Hand, dass die Leitzinsen mittelfristig wieder anziehen werden. Die US-Notenbank Fed hat den Anfang bereits gemacht

Zentralbanken greifen mit Anleiheankaufprogrammen direkt in die Marktpreisbildung ein

Leitzins muss dem Marktzins nicht zwangsläufig vorauslaufen

Die Geldpolitik ist gut geeignet, Einfluss auf kurzfristige konjunkturelle Phänomene zu nehmen; sie ist aber kaum geeignet, langfristige strukturelle Phänomene zu beeinflussen

Möglichkeiten der Geldpolitik

Geldpolitische Aussichten sprechen für moderat höhere Zinsen

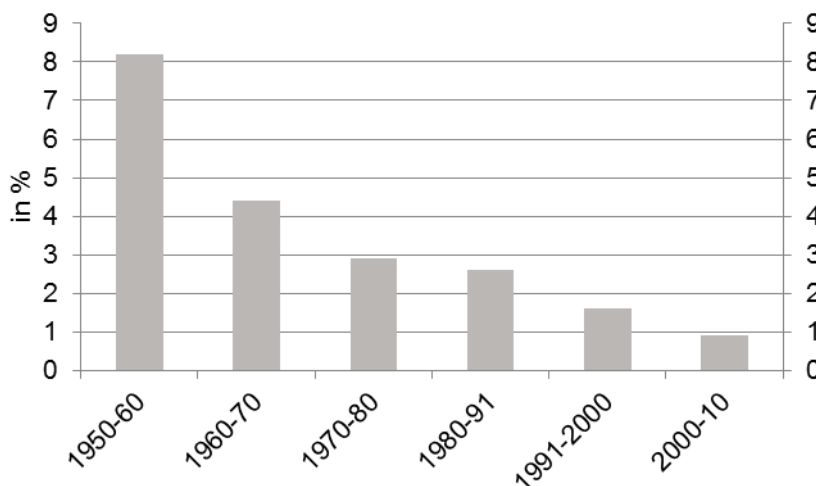
und erhöht damit den Druck auf andere Notenbanken. Von geldpolitischer Seite wird es also Impulse für moderat höhere Zinsen geben.

4. Konjunktur und Wachstum

Neben den bisher genannten Einflussfaktoren wird das Zinsniveau vom Potenzialwachstum¹ und vom konjunkturellen Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren bestimmt. Hohes Trendwachstum und ein konjunktureller Boom sorgen tendenziell für höhere Zinsen, weil die Kreditnachfrage steigt und weil in wirtschaftlich guten Zeiten weniger gespart und mehr konsumiert wird. Umgekehrt sorgen ein niedriges Trendwachstum und ein konjunktureller Abschwung für tendenziell niedrigere Zinsen, denn es wird mehr gespart, weniger konsumiert und es werden weniger Kredite nachgefragt.

Hohes Trendwachstum und eine gute Konjunktur sorgen tendenziell für höhere Zinsen

4. Wirtschaftswachstum Deutschland



Durchschnittliches Wachstum p.a. im Vergleich zum Vorjahr. Quelle: Statistisches Bundesamt.

In Deutschland und in vielen anderen Industrienationen zeigt der Wachstumstrend seit mehreren Jahrzehnten nach unten (Abb. 4). Waren in den 1960er und 1970er Jahren noch reale Wachstumsraten von über 3 % pro Jahr in Deutschland keine Seltenheit, gilt ein Jahreswachstum von 1,5 % in Deutschland inzwischen als Erfolg. Vor den wachstumsfördernden Reformen der „Agenda 2010“ musste sich Deutschland sogar jahrelang mit mickrigen Wachstumsraten zwischen 0 % und 1 % zufrieden geben. Global besteht vor allem seit der großen Weltfinanzkrise die Sorge, das Wachstum könne dauerhaft niedrig bleiben. Rückläufige Wachstumsraten und sinkende Zinsen, so wie sie im Trend seit vielen Jahren zu beobachten sind, passen gut zueinander.

Wachstumstrend zeigt nach unten

¹ Als Potenzialwachstum (oder auch Trendwachstum) wird die Wachstumsrate bezeichnet, mit der eine Volkswirtschaft langfristig bei normaler Auslastung der Produktionskapazitäten wächst. Konjunkturelle Schwankungen werden ausgeblendet, sodass das Potenzialwachstum eines Landes (im Regelfall) von dessen tatsächlicher Wachstumsrate abweicht.

Die Gründe für den langfristigen Rückgang der Wachstumsraten sind vielfältig und werden kontrovers diskutiert. In der Wissenschaft macht seit einiger Zeit sogar das Schlagwort von der „säkularen Stagnation“ die Runde. „Säkulare Stagnation“ drückt die Möglichkeit einer lang anhaltenden Phase der Stagnation oder zumindest sehr niedriger Wachstumsraten aus. Sollte es tatsächlich bei dauerhaft niedrigem Wachstum in den Industrienationen bleiben, würde dies auch dauerhaften Druck für die Zinsen bedeuten.

Säkulare Stagnation?

Von konjunktureller Seite sind die Aussichten für die nächsten zwölf Monate verhalten positiv. Unser Konjunktur-Hauptszenario spricht also für leicht steigende Zinsen. In unserem Nebenszenario sind aber die Abwärtsrisiken größer als die Chance, dass es zu einem regelrechten Konjunkturboom kommt. Insbesondere aus dem politischen Bereich kann es ernsthafte Störungen für die Konjunktur geben. In diesem Fall wäre auch ein erneuter Rückgang der Zinsen möglich.

Konjunkturaussichten moderat positiv

Fazit: Im Trend rückläufige Wachstumsraten sprechen für dauerhaft niedrige Zinsen. Die zehnjährige Bundesanleihe wurde in den letzten 20 Jahren durchschnittlich mit 3,3 % verzinst, eine Rückkehr in diesen Bereich liegt in weiter Ferne. Gleichwohl dürften die moderat positiven Konjunkturaussichten zumindest dafür sorgen, dass sich die Zinsen noch weiter von ihren Tiefstständen entfernen.

Wachstumstrend spricht für dauerhaft niedriges Zinsniveau, aber dank positiver Konjunkturaussichten dürften sich die Zinsen von ihren Tiefstständen entfernen

5. Technischer Fortschritt

Ein Teil der im vorigen Abschnitt beschriebenen Wachstumsschwäche kann auf technischen Fortschritt zurückzuführen sein. Zunächst klingt dies paradox, weil technischer Fortschritt eigentlich eine wichtige Quelle für Wachstum ist. Mehr technischer Fortschritt sollte also mit höherem Wirtschaftswachstum einhergehen. Es ist aber möglich, dass der technische Fortschritt, der sich in der Digitalökonomie derzeit vollzieht, nicht oder nur unzureichend in den volkswirtschaftlichen Daten erfasst wird. Mit anderen Worten: Ein Teil des tatsächlich vorhandenen Wohlstands wird nicht aktenkundig.

Paradoxe Situation? Wachstumsschwäche trotz technischen Fortschritts?

Wie kann das passieren?² Beispielsweise werden digitale Güter in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht oder nicht angemessen erfasst, wenn sie kostenlos genutzt werden können. So ist etwa die Nutzung des Internet-Lexikons Wikipedia kostenlos, dementsprechend gibt es keinen Umsatz und die von Wikipedia erbrachte Dienstleistung findet in den volkswirtschaftlichen Statistiken keinen Niederschlag. Gleichzeitig wird der damit korrespondierende Umsatzeinbruch bei gedruckten Lexika sehr wohl

Ein Teil des Wohlstandszuwachses vollzieht sich derzeit abseits der volkswirtschaftlichen Statistiken

² Vgl. hierzu ausführlich Grömling, Michael (2016), Digitale Revolution – eine neue Herausforderung für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen?, in: Wirtschaftsdienst, 2/2016, S. 135–139 sowie Grömling, Michael (2016), Säkulare Stagnation – Erwartungen und Begründungen deutscher Unternehmen, IW-Trends 1.2016.

berücksichtigt – aus dem digitalen Wandel ergibt sich also ein dämpfender Effekt für das Bruttoinlandsprodukt. Da verschiedene Branchen durch den digitalen Wandel und durch kostenlose Konkurrenz aus dem Netz unter Druck stehen, ist das skizzierte Problem quantitativ wohl bedeutsam. Ein Teil des Wohlstandszuwachses vollzieht sich derzeit also abseits der volkswirtschaftlichen Statistiken.³

Mit Blick auf unsere übergeordnete Fragestellung, wie sich die Zinsen künftig entwickeln werden, ist der digitale Wandel relevant, weil das Wachstum im digitalen Teil der Wirtschaft weniger kapitalintensiv ist. Forschung und Entwicklung sowie die benötigte Hardware verursachen zwar Kosten, aber digitale Güter lassen sich zu Grenzkosten von nahezu Null verkaufen. Tendenziell wird Wirtschaftswachstum künftig zunehmend immateriellen Charakter haben.

Fazit: Im Zuge des digitalen Wandels wird die Nachfrage nach Kapital gedämpft, sodass es für die Zinsen von dieser Seite weniger Aufwärtsdruck geben wird.

6. Risikoneigung

In Phasen ausgeprägter Risikoaversion oder systemischer Krisen sind an den Kapitalmärkten „sichere Häfen“ gefragt. Anleger sichten dann Gelder aus risikobehafteten Marktsegmenten in solche um, die als besonders wertbeständig gelten. Dazu gehören typischerweise Gold, der Schweizer Franken und der US-Dollar, aber auch US-amerikanische oder deutsche Staatsanleihen. Die Kurse dieser Anlageformen steigen, im Falle der genannten Anleihen heißt das: Die Renditen sinken.

Eindrucksvoll war dieses Verhalten beispielsweise ab dem Jahr 2008 zunächst im Rahmen der US-Hypothekenkrise, ab 2010 dann auch im Zuge der europäischen Staatsschulden- und Euro-Krise zu beobachten (Abb. 5).

Der bis zum Jahr 2007 recht homogen verlaufende Renditepfad der vier Staatspapiere begann sich 2008 zu teilen, als deutsche Bundesanleihen während der Turbulenzen auf dem US-Hypothekenmarkt zunehmend als „Fluchtbunker“ gesucht wurden. Ihre Rendite sank deutlich unter das Niveau der Verzinsung der anderen Schuldverschreibungen. Als Ende 2009 zusätzlich in größerem Ausmaß Schwierigkeiten im griechischen Staatshaushalt bekannt wurden, öffnete sich die Schere weiter. Bundespapiere wurden noch einmal stärker nachgefragt, während insbesondere portugiesische, aber im Verlaufe des Jahres 2010 auch irische, spanische und italieni-

Digitales Wachstum weniger kapitalintensiv

Digitaler Wandel sorgt für weniger Aufwärtsdruck bei den Zinsen

Sinkende Renditen in „sicheren Häfen“

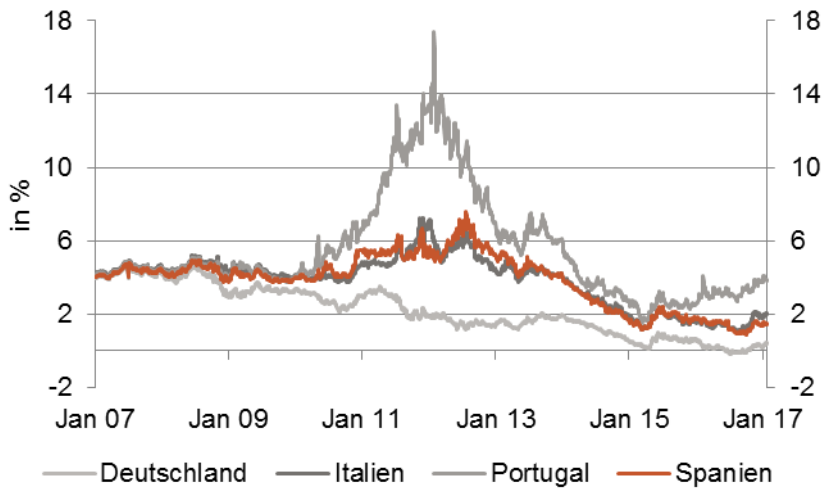
Globale Finanzkrise und europäische Schuldenkrise machten „sichere Häfen“ besonders attraktiv

Bundesanleihen während der europäischen Schuldenkrise besonders gefragt, Zinsdifferenzen in Europa stiegen kräftig an

³ Es ist kein spezielles Phänomen der Digitalisierung, dass Wohlstandsgewinne statistisch nicht angemessen erfasst werden. So wird beispielsweise alles, was im handwerklichen Bereich unter den Begriff „Do it yourself“ fällt, in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht berücksichtigt. Lediglich durch den Kauf des benötigten Materials (wie zum Beispiel Farbe für Malerarbeiten) wird eine gewisse Wertschöpfung erfasst, die eigentliche Arbeit hingegen nicht.

sche Renditen spürbar zu steigen begannen, da befürchtet wurde, dass die europäischen Staaten der „Peripherie“ in den Sog der griechischen Probleme hineingezogen werden könnten.⁴

5. Rendite deutscher Bundesanleihen im Vergleich zu Renditen spanischer, italienischer und portugiesischer Staatspapiere



Quelle: Bloomberg.

Erst als die EZB Anfang 2012 ihre Zinsen erneut senkte (und später weitere unterstützende Maßnahmen folgen ließ), zeigten sich auch die Papiere der südeuropäischen Staaten wieder unterstützt. Dass anschließend auch die Renditen deutscher Bundesanleihen zeitweise weiter sanken, hatte seinen Grund zum einen in den grundsätzlich weiterbestehenden konjunkturellen und politischen Unsicherheiten (und damit im anhaltenden Status des „sicheren Hafens“), zum anderen und insbesondere ab dem Jahr 2014 in der Erwartung eines bevorstehenden Staatsanleihekaufprogramms der EZB. Bemerkenswert ist jedoch, wie stark sich die Differenzen zwischen den Renditen der einzelnen Staatspapiere seit 2012 wieder zurückgebildet haben. Der „Krisenbonus“, den Bundesanleihen phasenweise so deutlich aufgebaut hatten, existiert zwar bis heute, hat aber dementsprechend an Ausmaß verloren.

Wird dieser „Krisenbonus“ zurückkehren, das heißt werden Bundesanleihen erneut der „sichere Hafen“ und aus diesem Grund die Renditen wieder sinken? Sollte es zu einer ernstzunehmenden systemischen Krise kommen, lautet die Antwort „ja“. Jedoch erwarten wir eine solche Krise nicht. Die europäische Politik und auch die EZB haben mit ihren verschiedenen Maßnahmen in den vergangenen Jahren gezeigt, dass sie willens und fähig sind, problematischen Entwicklungen angemessen zu begegnen und krisenhafte Zuspitzungen zu bekämpfen und zu entschärfen. Das zur Verfügung stehende politische Instrumentarium ist heute ein anderes, als es in den Jahren 2007 bis 2010 war. Das gilt sowohl für mögliche – wenngleich nicht erwar-

EZB hat die Situation entspannt

Neue systemische Krise nicht zu erkennen, ausgeprägte „Flucht in Sicherheit“ nicht zu erwarten

⁴ Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Griechenlands stieg bis zum Frühjahr 2012 sogar bis auf 37 %.

tete – Währungsturbulenzen, als auch für negative Überraschungen auf konjunktureller oder politischer Ebene. Sicherlich kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch in den kommenden Monaten und Jahren unerwünschte Entwicklungen eintreten werden. Doch nach allem, was zum gegenwärtigen Zeitpunkt seriös prognostiziert werden kann, gibt es keinen Anlass zu der Annahme, Renditen deutscher Bundesanleihen würden aus dem Aspekt der „Flucht in die Sicherheit“ noch einmal in dem Maße sinken, wie es beispielsweise nach der US-Hypothekenmarkt- oder der Euro-Staatsschuldenkrise der Fall war.

Fazit: Da wir keine hinreichenden Gründe für eine bevorstehende systemische Krise sehen, steht einer Zinswende im Sinne künftig steigender Renditen bei den Bundesanleihen nichts im Wege.

7. Demographie

Das Zinsniveau wird maßgeblich von der Höhe der Ersparnisse bestimmt. Wenn bei gegebener Kreditnachfrage die Ersparnisse steigen, dann sinkt der Zins. Grundsätzlich sparen Menschen, um finanzielle Polster anzulegen und somit mehr Sicherheit und größere Konsummöglichkeiten in der Zukunft zu haben. Dabei kann es um ganz konkrete Ausgaben für langlebige Konsumgüter gehen (zum Beispiel Möbel oder Autos), es kann sich aber auch um allgemeines Vorsorgesparen handeln. Mit Blick auf den tiefgreifenden demographischen Wandel in vielen Industrienationen hat das Vorsorgesparen besondere Bedeutung. Für die Bevölkerung geht es darum, Rücklagen für den Ruhestand zu bilden.

In Ländern, deren staatliches Rentensystem nicht so gut ausgebaut ist wie die deutsche Alterssicherung, war die Bevölkerung schon immer gezwungen, in hohem Maße privat vorzusorgen. Dagegen haben die Bürger in Ländern mit gut ausgebauten, umlagefinanzierten Rentensystemen nur noch ergänzend privates Kapital aufzubauen. Umlagefinanzierte Alterssicherungssysteme funktionieren allerdings nur dort reibungslos, wo die Bevölkerung wächst oder wo zumindest das Verhältnis der erwerbstätigen Einzahler zu den Rentenempfängern weitgehend stabil bleibt. Wenn allerdings die Zahl der Rentenempfänger überproportional steigt, geraten die umlagefinanzierten Sicherungssysteme in Schwierigkeiten.

Ein Blick auf die deutsche Bevölkerungspyramide verdeutlicht das Problem (Abb. 6): Die geburtenstarken Jahrgänge der heute 45- bis 60-jährigen befinden sich heute noch im erwerbsfähigen Alter und zahlen in die Alterssicherungssysteme ein, sie nähern sich aber allmählich dem Renteneintritt. In 20 Jahren werden sich jedoch nahezu alle „Babyboomer“ in Rente befinden. Da im umlagefinanzierten Rentensystem kein Kapitalstock gebildet wird, sondern die jeweils aktive Erwerbsbevölkerung mit ihren Beiträgen die Bezüge der Rentner finanziert, droht eine Versorgungslücke.

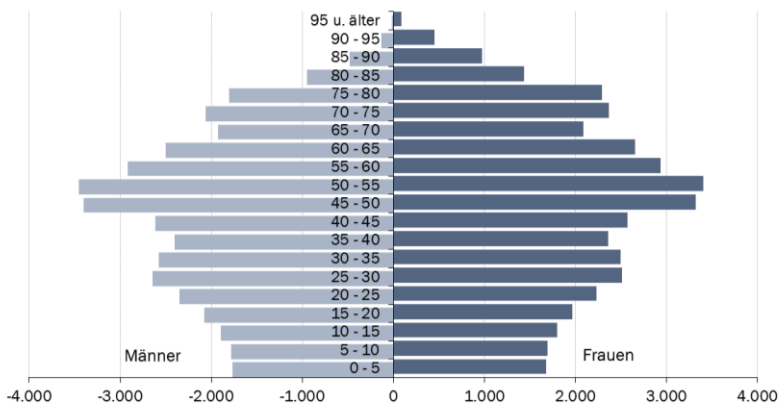
Renditen der Bundesanleihen können sich normalisieren

Vorsorgesparen hat mit Blick auf den tiefgreifenden demographischen Wandel in vielen Industrienationen besondere Bedeutung

Staatliche Rente reicht allein nicht aus

Geburtenstarken Jahrgänge befinden sich heute noch im erwerbsfähigen Alter

6. Bevölkerungspyramide Deutschland 2014



Quelle: Statistisches Bundesamt, HWWI.

Der sogenannte Altenquotient gibt das Verhältnis der 65-Jährigen und Älteren zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (20–64 Jahre) an. Im Jahr 2010 lag der Altenquotient gemäß Daten des Statistischen Bundesamtes bei knapp 35 %; das heißt auf 100 Erwerbstätige kamen fast 35 Personen im Rentenalter. Bis 2030 wird der Altenquotient voraussichtlich auf fast 55 % steigen, folglich müssen 100 Erwerbstätige bis dahin rund 20 Personen im Rentenalter mehr finanzieren als noch 2010. Dass das umlagefinanzierte Rentensystem dadurch noch weiter in Schwierigkeiten kommen wird, liegt auf der Hand. Verhindern oder zumindest deutlich abmildern ließe sich dies nur durch ein wesentlich höheres Renteneintrittsalter.

Steigender Altenquotient wird umlagefinanziertes Rentensystem in Bedrängnis bringen

Diese Zahlen und die Zusammenhänge sind keineswegs neu. Bereits seit den 1980er Jahren ist der demographische Wandel mit seinen Folgen für sozialstaatliche Regelungen bekannt. Die Finanzwirtschaft hat ihre Kunden deshalb schon früh für die Notwendigkeit, privat vorzusorgen, sensibilisiert. Später hat auch die Politik – zum Beispiel mit der Riester-Rente – Anreize für die private, kapitalgedeckte Altersvorsorge gegeben. Ein Blick auf das Sparverhalten der Deutschen zeigt, dass die Sparquote seit 1995 recht stabil bei rund 10 % lag, obwohl der Realzins einer zehnjährigen Bundesanleihe von rund 5 % auf inzwischen deutlich unter 0 % gefallen ist (Abb. 7).

Deutsche Sparquote erstaunlich stabil, obwohl das Sparen durch Zinsen nicht mehr belohnt wird

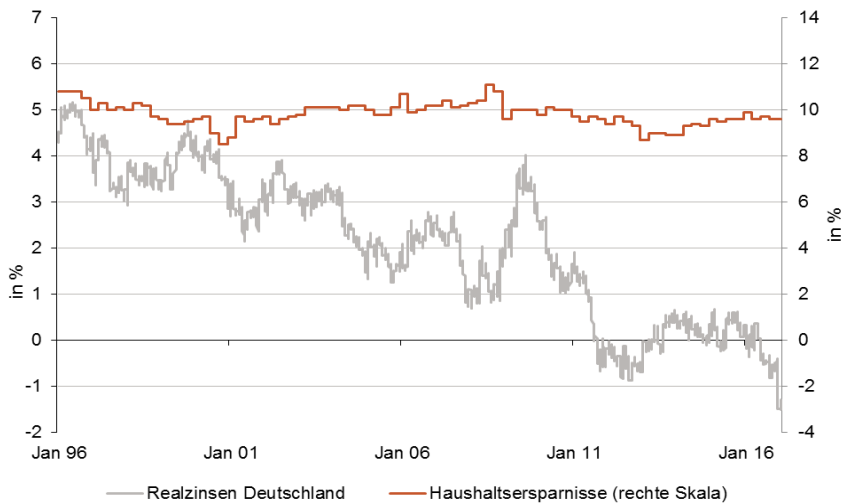
Obwohl mit dem Zins also der primäre Spar-Anreiz verschwunden ist, sparen die Deutschen unbeeindruckt weiter. Dies mag zunächst merkwürdig erscheinen, aber mit Blick auf die demographische Entwicklung lässt sich das Sparverhalten gut erklären. Die geburtenstarken Jahrgänge haben praktisch ihr ganzes Berufsleben mit der Aussicht gelebt, dass die gesetzliche Rente bei einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung für den Lebensabend nicht ausreichen wird. Selbst wenn es keine Zinsen gibt, ist jeder Einzelne gezwungen, für das Alter zu sparen, wenn er seinen Lebensstandard einigermaßen aufrechterhalten möchte.⁵ Selbstverständlich gibt es Ausweich-

Altersvorsorge als wichtiges Motiv

⁵ Vgl. dazu ausführlich Quitzau, Jörn (2015), Sparen im Niedrigzinsumfeld – Reflex auf den demografischen Wandel, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 03/2015, S. 125–128. Genau genommen müsste die Sparquote in einer Welt ohne

möglichkeiten (zum Beispiel Aktien oder Immobilien), die für die Altersvorsorge attraktiv sind und die auch genutzt werden. Dennoch fließt ein erheblicher Teil der Ersparnisse – zum Beispiel über Lebensversicherungen und Pensionskassen – immer noch in die Anleihemärkte.

7. Deutschland - Realzinsen und Haushaltersparnisse



Sparquote der privaten Haushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens. Quelle: Bloomberg

Solange die geburtenstarken Jahrgänge in den etablierten Industrienationen noch auf dem Arbeitsmarkt sind, bleibt die Sparneigung tendenziell hoch. Die Voraussetzungen für ein anhaltend niedriges Zinsniveau sind somit gut. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist es sogar ein erwünschter Nebeneffekt der kapitalgedeckten Altersvorsorge, dass die Zinsen aufgrund des zunehmenden Kapitalstocks sinken und Investitionen und Wirtschaftswachstum dadurch stimuliert werden. Die demographische Situation spricht also dafür, dass die Zinsen auch die nächsten zehn Jahre strukturell niedrig bleiben. Das schließt einen zwischenzeitlichen moderaten Zinsanstieg nicht aus, weil neben der Demographie die oben skizzierten Einflussfaktoren die Höhe des Zinses bestimmen. Doch erst wenn die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand gehen und sie ihre Ersparnisse nach und nach auflösen, wird die Demographie ihren Beitrag zu nachhaltig steigenden Zinsen leisten.⁶ Interessant wird es sein, in den kommenden Jahren die Situation in Japan im Blick zu behalten. Eine erste Welle geburtenstarker Jahrgänge tritt dort

Nach Eintritt der "Babyboomer" in den Ruhestand wird es Auftrieb für die Zinsen geben

Zinsen sogar steigen, weil der Zins- und Zinseszinsseffekt entfällt, mit dem die Altersvorsorgepläne ursprünglich kalkuliert worden waren. Dass die Sparquote nicht steigt, dürfte am Willen und/oder an der Fähigkeit scheitern, noch höhere Sparbeträge für die Alterssicherung aufzubringen.

⁶ Grundsätzlich wirken international unterschiedliche Demographie-Trends glättend auf die skizzierten Zusammenhänge. So können die Ersparnisse aus den alternden Industrienationen in Entwicklungs- und Schwellenländern investiert werden, die erstens eine junge Bevölkerung und zweitens wirtschaftlichen Nachholbedarf haben. Tatsächlich werden diese Länder auch als Investitionsstandorte genutzt. Allerdings waren die Kapitalmärkte dieser Länder lange Zeit noch nicht aufnahmefähig genug, um große Teile der globalen Ersparnisse zu absorbieren. Bis heute bleibt das Problem der Währungsschwankungen, durch die ein Investment in den Schwellenländern ein zusätzliches Risiko bekommt.

gerade in den Ruhestand ein. Aber auch in Japan wird es noch einige Jahre dauern, bis der demographische Wandel voll durchschlägt.

Fazit: Die demographische Situation in vielen Industrienationen wird noch mehrere Jahre für ein hohes Sparvolumen sorgen. Aufgrund dieses hohen Kapitalangebots wird das Potential für höhere Zinsen deutlich begrenzt.

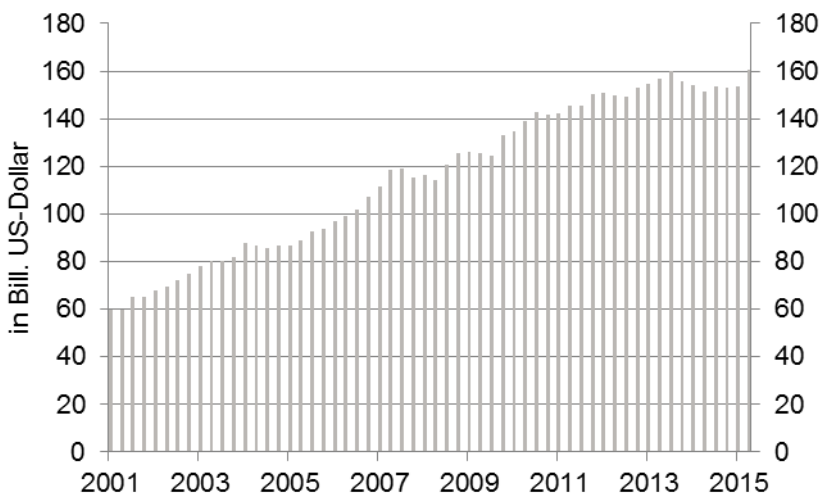
Hohes Kapitalangebot wird noch einige Jahre für strukturell niedrige Zinsen sorgen

8. Schuldenlast: Verwundbare Schwellenländer

Die globale Finanzkrise der Jahre 2008/2009 und die sich daraus entwickelnde Staatsschuldenproblematik des europäischen Währungsraumes veranlassten die Notenbanken weltweit, extreme Liquiditäts- und Zinsmaßnahmen zu ergreifen. Als Folge der historisch niedrigen Zinsen nahm die Verschuldungsbereitschaft gerade in den Schwellenländern enorm zu. Der hohe Kapitalbedarf für Investitions- und Konsumzwecke wurde vorzugsweise durch die Emission von in US-Dollar denominierten Unternehmensanleihen und Krediten gedeckt. Zudem waren internationale Finanzinvestoren gerne bereit, für entsprechende Renditeaufschläge höhere Risiken in Kauf zu nehmen. So nahmen die Verbindlichkeiten von Unternehmen und Privathaushalten in den Schwellenländern nach 2008 schneller zu als die globale Gesamtverschuldung. Diese stieg von 116 004 Mrd. US-Dollar (31.12.2008) auf 168 003 Mrd. US-Dollar (31.3.2016) bzw. gemessen am globalen BIP von 194 % auf einen historischen Spitzenwert von 268 %.

Hohes Verschuldungsbereitschaft in den Schwellenländern

8. Globale Gesamtverschuldung



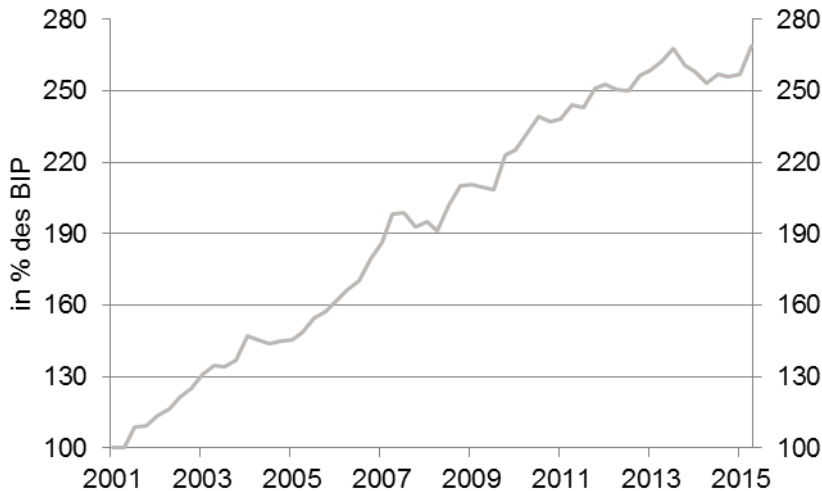
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Während desselben Zeitraums hat sich der Schuldenstand der Schwellenländer sogar in etwa verdreifacht (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Herbst 2016). Diese Zunahme ist überwiegend auf das Verhalten des Privatsektors zurückzuführen. Auf der gesamtstaatlichen Ebene legten sich die meisten Länder nämlich eine gewisse Zurückhaltung auf. Die Verschuldungsquoten gemessen am BIP stabilisierten sich ab 2010. Ausnahmen hiervon zeigen die Entwicklungen Südafrikas, Brasiliens und einiger afrikanischer Staaten, deren Einnahmen unter dem mehrjährigen Verfall der Roh-

Gesamtverschuldung der Schwellenländer seit 2008 ungefähr verdreifacht

stoffpreise litten. Die Auslandsverschuldung stieg, die Währungsreserven schmolzen ab.

9. Kräftiger Anstieg der globalen Gesamtschuldenquote



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Die US-Notenbank Fed wird das Tempo ihrer Leitzinsanhebungen beschleunigen. Der damit verbundene Renditeanstieg für US-Staatspapiere macht Dollaranlagen attraktiver, die Währung wertet sich auf. Die Folgen:

- 1) Die aus Schuldnersicht zu leistenden Tilgungen der Fremdwährungsanleihen und –kredite verteuern sich erheblich. Es drohen Zahlungsausfälle und Konkurse. Bereits Anfang 2016 – so eine Schätzung des IWF – waren Unternehmensanleihen aus Schwellenländern mit einem Nominalwert von 650 Mrd. US-Dollar ausfallgefährdet. Die Erträge der Emittenten reichten nicht aus, um den fälligen Zinszahlungen nachkommen zu können. Ein Beispiel: Mehr als 25 % der chinesischen Unternehmensverschuldung lautet auf US-Dollar. Gleichzeitig erzielen sie weniger als 10 % ihrer Umsätze in der US-Währung. Die entsprechenden Anleihenmarktsegmente könnten zeitweilig illiquide werden.
- 2) In die gleiche Richtung wirken Positionsaufösungen internationaler Finanzanleger. Kapital wird knapper. Die Zinsen steigen.
- 3) Schwache Schwellenländerwährungen führen zu steigenden Inflationsraten, wie die jüngsten Beispiele aus Russland oder der Türkei belegen. In der Regel führt dies zu einer Rezession. Davon betroffene Länder können genauso wie der Unternehmenssektor zudem in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Beispiel Südafrika: Die Währungsreserven sind dort niedriger als der Bedarf für den US-Dollar-Schuldendienst und die Begleichung der Importrechnungen. In einer relativ unkomfortablen Situation befinden sich auch Länder wie Malaysia, Indonesien, Vietnam, Brasilien, Ghana und Nigeria.

Die makroökonomischen Folgen eines ausgeprägten Zinsanstieges untersuchte die Inter American Development Bank im Dezember 2016 für die lateinamerikanischen Länder. Ergebnis: Weitet sich die Zinsdifferenz im

Auswirkungen und Transmissionswege steigender Zinsen

Das BIP (lateinamerikanischer) Schwellenländer reagiert sensibel auf steigende Zinsen

Vergleich zu US-Staatsanleihen um 100 Basispunkte aus, so ist neun Monate später mit durchschnittlichen BIP-Einbußen von 0,34 % zu rechnen. Sind es 150 Basispunkte, ist ein Konjunkturunbruch von 0,75 % zu erwarten. Dabei dauert es drei Jahre, bis der Status Quo ante wieder erreicht wird.

Fazit: Trotz einiger Stabilisierungserfolge auf der staatlichen Ebene hat die Makro-Abhängigkeit der Schwellenländer während der letzten Jahre aufgrund der hohen Unternehmensverschuldung eher zugenommen. Eine kräftige Trendwende bei den globalen Zinsen würde hier also zuerst Probleme sichtbar machen.

9. Schlussfolgerungen

Unsere Analyse führt zu folgender Prognose: Die Zinsen werden – ausgehend vom derzeit extrem niedrigen Niveau – in den nächsten Monaten wahrscheinlich moderat steigen. Zum Jahresende 2017 erwarten wir die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bei 0,75 %, US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren sehen wir bei 3,10 %. Leicht verbesserte Konjunkturaussichten, steigende Inflationsraten, die Abwesenheit systemischer Krisen und eine sukzessive Abkehr der Notenbanken von der extrem expansiven Geldpolitik sind die Gründe hinter dem wahrscheinlichen Zinsanstieg.

Gleichwohl werden strukturelle Gründe wie das niedrige Trendwachstum oder die demographische Situation verhindern, dass die Zinsen in den Bereich zurückkehren, der vor Ausbruch der Finanzkrise als normal galt. Eine zehnjährige Bundesanleihe mit einem Zinskupon von 5 % wird es für lange Zeit sehr wahrscheinlich nicht geben.

Zinsprognosen - 10-jährige Staatsanleihen

	Aktuell	30.06.2017	31.12.2017
Deutschland	0,49	0,50	0,75
USA	2,55	2,80	3,10
UK	1,52	1,60	1,80

Das größte Überraschungspotential birgt die Preisentwicklung. Die Zeit der extrem niedrigen Inflationsraten ist vorüber. Für die Eurozone erwarten wir einen Preisanstieg von 1,3 % in diesem Jahr und 1,6 % im Jahr 2018. Die entsprechenden Prognosen liegen für die USA bei 2,3 % und 2,4 %. Sollte sich die Preisentwicklung überraschend stärker beschleunigen, wäre ein entsprechend schnellerer Zinsanstieg wahrscheinlich.

Die gute Nachricht für Anleger lautet somit: Der sogenannte risikolose Zins steht vor einem Comeback. Es wird also künftig wieder leichter, mit dem Ersparnen positive Erträge zu erwirtschaften, ohne dafür größere Risiken eingehen zu müssen. Leider gibt es einen kleinen Schönheitsfehler: Da der Zinsanstieg zu einem guten Teil auf höhere Inflationsraten zurückzuführen

Schwellenländer haben insbesondere im Unternehmenssektor Schuldenprobleme

Die Zinsen werden – ausgehend vom derzeit extrem niedrigen Niveau – in den nächsten Monaten wahrscheinlich moderat steigen

Strukturelle Gründe sorgen aber weiter für ein prinzipiell niedriges Zinsniveau

Überraschungspotential bietet das Preisniveau

Anleger können sich auf positive Zinsen freuen; allerdings bleibt der Realzins vorerst bei nahe null Prozent



ist, bleibt der Realzins vorerst in der Nähe der Null-Linie kleben. Sichere Anlagen ermöglichen also allenfalls Werterhalt. Das Anlageumfeld bleibt somit auch nach einem Anstieg der Zinsen herausfordernd.



IMPRESSUM

Autoren

Martin Mayer
+49 40 350 60-8117 | martin.mayer@berenberg.de

Wolfgang Pflüger
+49 40 350 60-416 | Wolfgang.pflueger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

Konjunktur und Geldpolitik
Währungen
Rohstoffe
Emerging Markets
Osteuropa
Trends

www.berenberg.de/publikationen

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG und nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 34b Absatz 1 WpHG. Als Werbemitteilung genügt dieses Dokument nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen oder Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Dieses Dokument soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine bestimmte Kapitalanlage zu machen. Dennoch ersetzt es weder eine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Dieses Dokument stellt deshalb keine Anlageberatung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf unseren eigenen Erkenntnissen oder auf Erkenntnissen Dritter, die aus allgemein zugänglichen Quellen gewonnen wurden. Sie entsprechen jeweils dem Kenntnisstand zum Datum der Erstellung dieser Werbemitteilung. Spätere Änderungen sind nicht berücksichtigt.

Dieses Dokument wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind, und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de