

# Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Weiter wachsende Zinseinbußen privater Haushalte in Deutschland

- » **Im Vergleich zum „Normalzinsniveau“ summieren sich die Zinseinbußen der Bürger durch niedrige Zinsen von 2010 bis 2016 auf 344 Mrd. Euro.**
- » **Die „Rückkehr“ der Inflation führt 2017 zu einem Durchschnitts-Realzins von -0,8 Prozent. Das bedeutet Vermögenswertverluste von 37 Mrd. Euro.**
- » **Die Kombination aus niedrigen Zinsen und der traditionellen Risikoscheu privater Anleger hat einen gigantischen Geldanlagestau ausgelöst.**

### Zusammenfassung

Zu den Folgen der Niedrigzinsphase zählt der Einbruch der Zinseinkünfte bei der Geldanlage: Im Vergleich zum „Normalzinsniveau“ summieren sich die Einkommenseinbußen der privaten Haushalte in den letzten sieben Jahren auf fast 344 Mrd. Euro. Dem steht eine Zinersparnis bei Krediten von 145 Mrd. Euro gegenüber. Insgesamt errechnen wir Netto-Zinseinbußen von 199 Mrd. Euro.

Von 2011 bis 2013 fiel die Durchschnittsverzinsung von Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen unter die Inflationsrate und ein negativer Realzins musste hingenommen werden. Für 2014 bis 2016 lassen sich lediglich dank extrem niedriger Inflationsraten leicht positive Realzinsen errechnen. Mit der Rückkehr der Inflation fällt der durchschnittliche Nominalzins in diesem Jahr erneut schwächer aus als der allgemeine Preisanstieg. Ein Realzins von voraussichtlich -0,8 Prozent führt 2017 zu einem Wertverlust des privaten Geldvermögens von über 37 Mrd. Euro.

Die Niedrigzinsphase macht sich im Sparverhalten der Bürger bemerkbar. Zwar ist ein Rückgang der Sparquote nicht festzustellen. Allerdings führt die Kombination aus der traditionellen Risikoscheu der Anleger und niedrigen Zinsen zu einem gigantischen Geldanlagestau. Dass die Bürger keine hohen Risiken eingehen und fehlenden Zinseinnahmen mit verstärktem Sparen entgegenwirken, ist eine angemessene Reaktion auf die Niedrigzinsphase – vor allem im Hinblick auf die Altersvorsorge.

Die Probleme, denen sich die Anleger ausgesetzt sehen, resultieren zum Teil jedoch aus einer einseitigen Portfoliomischung zugunsten zinsabhängiger Anlageformen. Das erschwert die Kompensation von Zinseinbußen in Zeiten niedriger Zinsen. Langfristig könnte daher eine ausgewogenere Portfoliostruktur, die neben Zinseinnahmen auch stärker Dividendenerträge und Kursgewinne ermöglicht, Abhilfe schaffen.

## VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:  
22.5.2017 10:00 Uhr

## INHALT

EINLEITUNG	2
<b>1. LANGFRISTIGE ZINSENTWICKLUNG UND DIE FRAGE DES „NORMALZINSNIVEAUS“</b>	<b>3</b>
<b>2. WIRKUNGSWEGE NIEDRIGER ZINSEN</b>	<b>4</b>
2.1. Einkommenseinbußen	5
2.2. Geringere Kreditkosten	6
2.3. Preisanstieg bei Aktien und Immobilien	7
<b>3. QUANTIFIZIERUNG DER FINANZIELLEN FOLGEN FÜR DIE PRIVATEN HAUSHALTE</b>	<b>7</b>
3.1. Einkommenseffekt	7
3.2. Kreditkosteneffekt	11
3.3. Vermögenseffekt	12
<b>4. AUSWIRKUNGEN AUFS SPARVERHALTEN</b>	<b>15</b>
4.1. Steigende Sparquote	15
4.2. Wachsender Geldanlagestau	16
<b>5. PERSPEKTIVEN</b>	<b>17</b>
5.1. Weiter steigende Zinseinbußen	17
5.2. Wachsende Risiken	19
<b>6. FAZIT</b>	<b>21</b>
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>22</b>

Ersteller/in:  
Michael Stappel, Economist

## EINLEITUNG

Die Niedrigzinsphase wird uns noch eine Weile begleiten. Zwar liegt der Hauptrefinanzierungssatz der Europäischen Zentralbank seit über einem Jahr bei 0,0 Prozent und Banken müssen für Einlagen bei der Notenbank einen Strafzins zahlen. Außerdem erreicht das ursprünglich 2015 gestartete Anleihen-Kaufprogramm der EZB inzwischen ein gigantisches Volumen von rund 1,8 Billionen Euro. Trotzdem dürfte der stark expansive geldpolitische Kurs seinen Zenit überschritten haben. So hat die Zentralbank ihr monatliches Anleihen-Kaufprogramm seit April dieses Jahres von 80 auf 60 Mrd. Euro reduziert und EZB-Watcher spekulieren bereits über den Zeitpunkt einer ersten Anhebung des Einlagensatzes. Selbst wenn die Notenbank ihren Spielraum zu Reduzierung des geldpolitischen Anreizes im weiteren Verlauf des Jahres tatsächlich nutzt, kann davon noch kein unmittelbares Ende des Niedrigzinsniveaus erwartet werden. So haben sich die Zinsen inzwischen sehr weit vom Normalniveau wegbewegt. Mit der lang anhaltenden Phase extrem niedriger Zinsen haben sich zudem Risiken für Banken sowie auf den Aktien- und Immobilienmärkten angestaut, die bei einem schnellen, kräftigen Zinsanstieg unkontrolliert auszubrechen drohen. Allein aus diesem Grund wird sich die Zentralbank – unabhängig vom Zeitpunkt – um eine sanfte Zinswende bemühen.

In den letzten Jahren haben wir uns immer wieder mit den finanziellen Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die privaten Haushalte befasst. Während Anlegern die Zinseinkünfte wegbrechen, profitieren Bürger, die sich für den Erwerb einer Immobilie verschulden, von niedrigen Kreditzinsen. Je länger das spärliche Zinsniveau fortbesteht, desto stärker ist die private Altersvorsorge bedroht. Das gilt vor allem bei wieder anziehender Inflation, wie sie sich für das laufende Jahr abzeichnet. So konnte in den ersten Monaten 2017 ein kräftiger Anstieg der Verbraucherpreise beobachtet werden. Zuletzt lag die am HVPI gemessene Inflationsrate im April mit 2,0 Prozent erneut weit über dem Niveau der letzten Jahre. Auch wenn der kräftige Preisaufrtrieb zu Jahresbeginn hauptsächlich auf Ölpreiseffekte zurückzuführen ist, die sich in der zweiten Jahreshälfte wieder abschwächen, dürfte die Inflation im laufenden Jahr insgesamt spürbar höher ausfallen als in den letzten Jahren. Vor allem dürfte sie das anhaltend niedrige Nominalzinsniveau übersteigen und für negative Realzinsen sorgen.

Vor diesem Hintergrund befassen wir uns erneut mit den niedrigen Zinsen. Im Rahmen dieser Studie soll es vor allem darum gehen, die Folgen für die privaten Haushalte in Deutschland zu analysieren und zu quantifizieren. Im Mittelpunkt stehen die Entwicklungen der Jahre 2010 bis 2016 sowie eine Vorausschätzung für das laufende Jahr.

**Die Niedrigzinsphase wird uns noch eine Weile begleiten**

**Während Anlegern Zinseinkünfte wegbrechen, profitieren Kreditnehmer von niedrigen Kreditzinsen**

**Die Folgen für die privaten Haushalte in Deutschland sollen analysiert und quantifiziert werden**

# 1. LANGFRISTIGE ZINSENTWICKLUNG UND DIE FRAGE DES „NORMALZINSNIVEAUS“

Wenn man die finanziellen Folgen dauerhaft niedriger Zinsen für die privaten Haushalte quantifizieren will, stellt sich die Frage, was als „normales“ Zinsniveau angesehen werden kann. Um das herauszufinden bietet es sich an, die historische Entwicklung am Beispiel der durchschnittlichen Umlaufrendite inländischer Schuldverschreibungen genauer unter die Lupe zu nehmen. Die Umlaufrendite ist nicht nur als Indikator für das allgemeine Zinsniveau gut geeignet. Sie hat auch den Vorteil, dass über einen sehr langen Zeitraum vergleichbare Daten vorliegen.

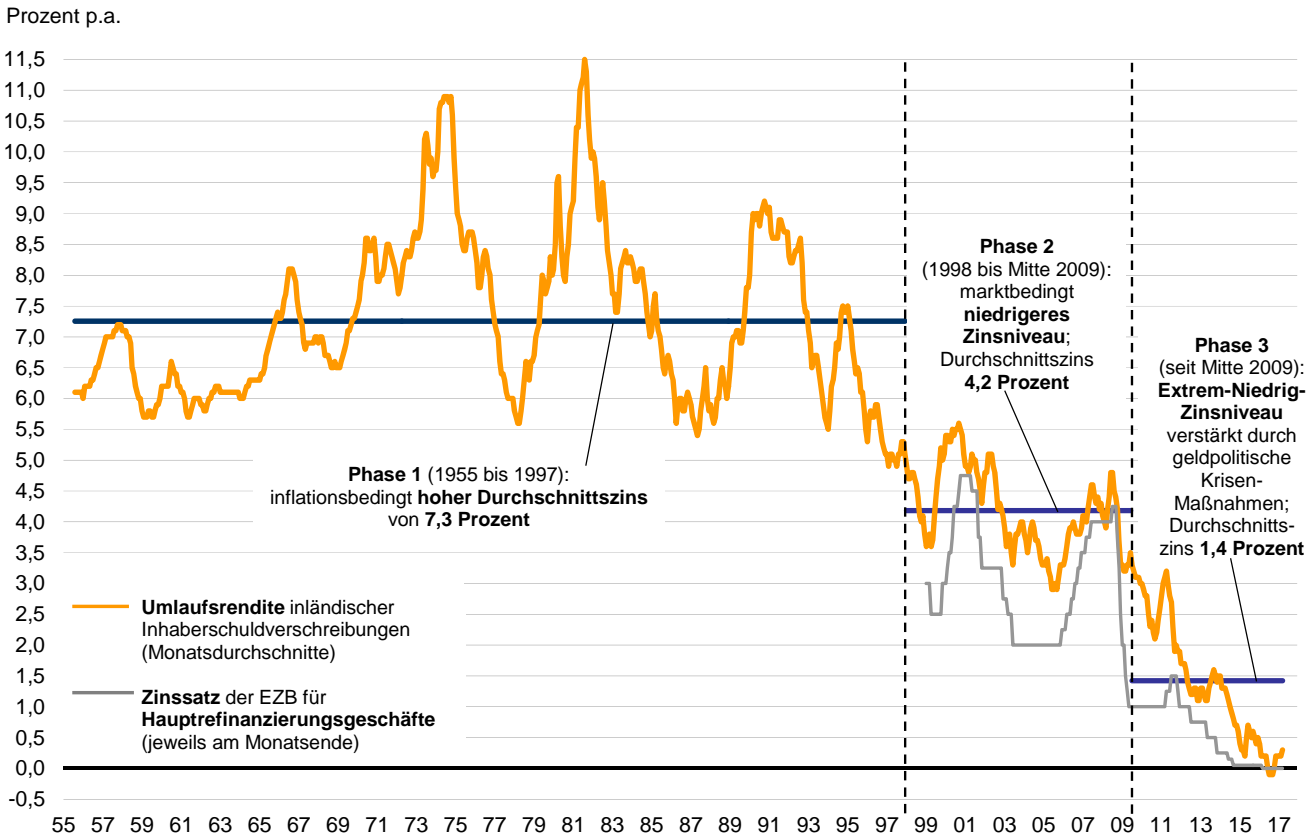
**Die Umlaufrendite ist als Indikator für das allgemeine Zinsniveau gut geeignet**

Dabei lässt sich die Entwicklung seit Mitte der 50er Jahre in drei Phasen einteilen: Die erste – von 1955 bis 1997 dauernde Phase – ist durch einen inflationsbedingt hohen Durchschnittszins gekennzeichnet. Die Umlaufrendite bewegte sich in dieser Zeit unter starken Schwankungen bei durchschnittlich 7,3 Prozent. Sondereinflüsse wie der Wiederaufbau nach dem Krieg oder der Aufbau Ost sorgten jeweils für eine kräftige Kapitalnachfrage. Das relativ hohe Zinsniveau ist vor allem auch den sehr hohen Inflationsraten zu Beginn der 70er, 80er und 90er Jahre geschuldet, die teils auf Ölkrisen zurückzuführen waren.

**Die langfristige Zinsentwicklung lässt sich in drei Phasen einteilen**

**Bis Mitte der 90er Jahre war das durchschnittliche Zinsniveau hoch**

LANGFRISTIGE ZINSENTWICKLUNG IN DEUTSCHLAND 1955 BIS ANFANG 2017



Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

Dagegen verlief die zweite – von 1998 bis Mitte 2009 dauernde Phase – deutlich ruhiger. Im Durchschnitt erreichte die Umlaufrendite 4,2 Prozent. Da die Zeit bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise weitgehend frei von größeren Inflationsereignissen und Krisen war, soll der Durchschnittszinssatz während dieser Zeit als Referenzzins-

**Die Zeit bis zum Krisenausbruch war weitgehend frei von besonderen Inflationsereignissen und Krisen**

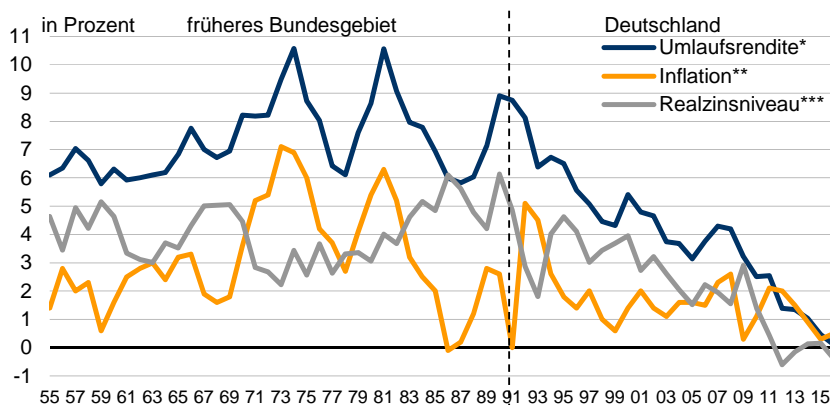
satz für die Quantifizierung der Auswirkungen der Niedrigzinsphase dienen. Nach Krisenausbruch wurde eine neue Phase der Zinsentwicklung eingeläutet: Verstärkt durch geldpolitische Krisenmaßnahmen sind die Zinsen auf immer neue historische Tiefstände abgesackt. Für die dritte Phase der Zinsentwicklung von Mitte 2009 bis heute errechnet sich ein Durchschnittszinsniveau von 1,4 Prozent. Allerdings sind zeitweise sehr niedrige Inflationsraten zu beobachten.

Auch bei Betrachtung des Realzinsniveaus zeigt sich, dass die Renditen zuletzt weit unter das langjährige Durchschnittsniveau abgesackt sind. 2012, 2013 und im letzten Jahr fiel die durchschnittliche inflationsbereinigte Umlaufrendite sogar negativ aus. Ein langfristiger Vergleich von Nominal- und Realzinsen zeigt jedoch auch, dass hohe Nominalzinsen häufig mit hoher und niedrige Nominalzinsen oft mit geringer Inflation einhergehen.

**Nach Krisenausbruch setzte eine Phase stark fallender Zinsen ein**

**Auch das Realzinsniveau ist in den letzten Jahren weit unter den langjährigen Durchschnitt abgesackt**

UMLAUFSRENDITE UND REALZINS 1955 BIS 2016



\*durchschnittliche Umlaufrendite inländischer Schuldverschreibungen im jeweiligen Jahr \*\*Inflation gemessen an der Veränderung des Verbraucherpreisindex (bis 1992 Preisindex für die Lebenshaltung privater Haushalte im früheren Bundesgebiet) \*\*\*Umlaufrendite minus Inflation

Quellen: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

## 2. WIRKUNGSWEGE NIEDRIGER ZINSEN

Von niedrigen Zinsen gehen vielfältige Wirkungen auf die privaten Haushalte aus. So stehen den Nachteilen geringerer Zinseinkünfte aus verzinslichen Anlagen Vorteile bei Zinszahlungen für Kredite gegenüber. Auch steigende Aktienkurse und Immobilienpreise, die sich aufgrund von Ausweichreaktionen der Anleger ergeben, können sich vorteilhaft auf die Wertentwicklung des privaten Vermögens auswirken. Allerdings wächst mit den Preisen das Risiko, dass es zu Übertreibungen und zur Bildung von Preisblasen kommt. Im Folgenden sollen die Auswirkungen niedriger Zinsen auf Einkommen, Kreditkosten und Wertentwicklung bei Aktien und Immobilien nachgezeichnet werden.

**Den Nachteilen geringerer Zinseinkünfte aus Anlagen stehen Vorteile bei Zinszahlungen für Kredite gegenüber**

AUSWIRKUNGEN NIEDRIGER ZINSEN AUF DIE PRIVATEN HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND

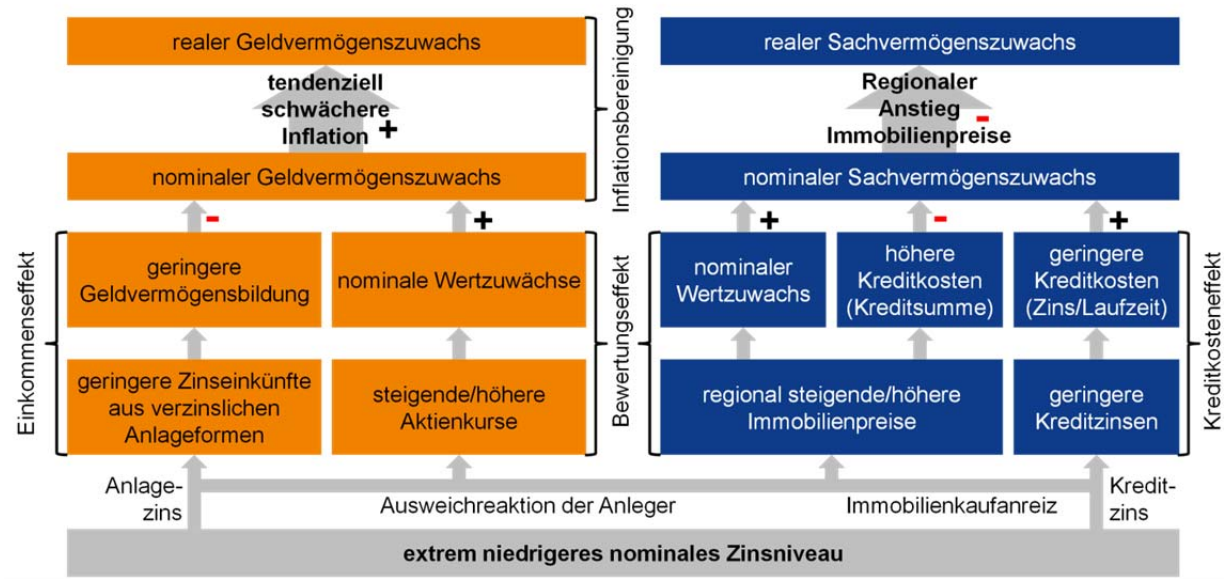


Abbildung: DZ BANK Research

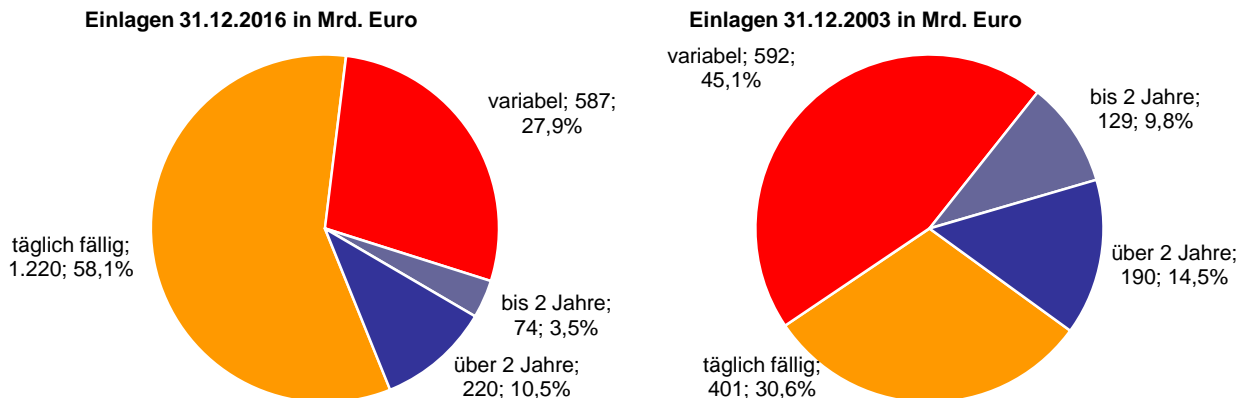
2.1. Einkommenseinbußen

Im Vergleich zum Arbeitseinkommen sind Zinseinkünfte viel stärkeren Schwankungen ausgesetzt. Während es bei Tarifverhandlungen um die Frage geht, wie stark Löhne und Gehälter wachsen, bedeutet beispielsweise ein Zinsrückgang von 4 auf 2 Prozent bereits eine Halbierung der entsprechenden Zinseinkünfte und umgekehrt. Einkommenseinbußen aus sinkenden Zinsen ergeben sich vor allem bei Anlagen wie Bankeinlagen, Rentenpapieren oder Rentenfonds. Allerdings sind die Geldvermögen der Bürger je nach Zusammensetzung unterschiedlich von Zinsniveauänderungen betroffen. Hierbei spielen nicht nur der Anteil zinsbringender Anlageformen am gesamten Geldvermögen eine Rolle, sondern auch Zinsbindung und Laufzeit. So schlägt sich ein Zinsrückgang deutlich schneller in der Gesamtverzinsung eines vor allem aus Sichteinlagen, Geldmarktpapieren und variablen Spareinlagen bestehenden Geldvermögens nieder, als bei vorwiegend langfristigen festverzinslichen Anlagen. Dort tritt der Einkommensrückgang nicht gleich vollständig ein, sondern ein Teil verlagert sich, den Restlaufzeiten entsprechend, auf Nachfolgeperioden. Zeitverzögerungseffekte bestehen in der Praxis vor allem bei Lebensversicherungen und Rentenpapieren. Häufig halten private Haushalte langlaufende Anleihen bis zur Fälligkeit.

**Für die Bürger bedeuten sinkende Zinsen niedrigere Kapitaleinkünfte aus zinsbringenden Anlagen**

Schwächer fällt der Time-lag bei den Bankeinlagen aus, die traditionell zu einem Großteil aus kurzfristigen und variabel verzinslichen Einlagen bestehen. Aufgrund der niedrigen Verzinsung haben die privaten Haushalte den Anteil dieser Bankeinlagen in den letzten Jahren nochmal deutlich erhöht.

**STRUKTUR DER EINLAGEN PRIVATER HAUSHALTE NACH LAUFZEIT/ZINSBINDUNG**



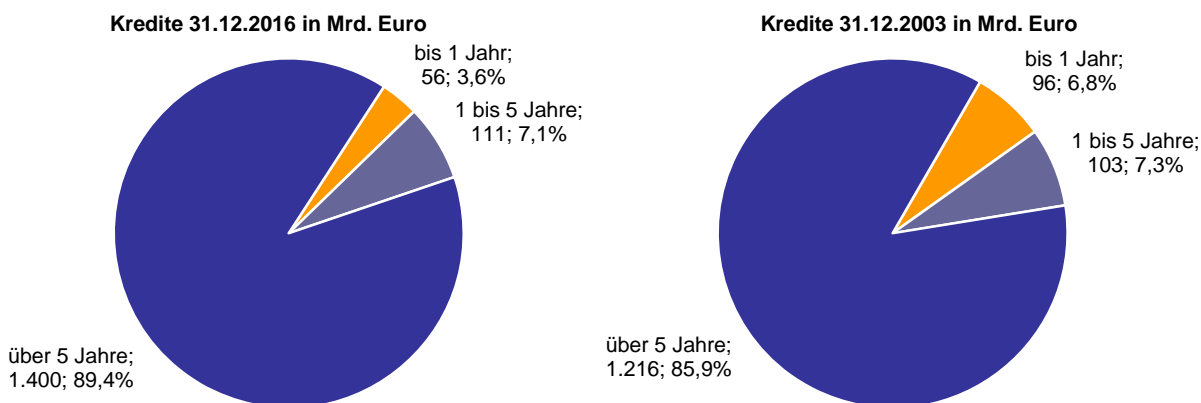
Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

**2.2. Geringere Kreditkosten**

Bei einem allgemeinen Zinsniveaurückgang steht den Zinseinbußen im Bereich der Geldvermögen eine niedrigere Zinslast bei Krediten gegenüber. Allerdings sind Kredite privater Haushalte oft langfristig ausgerichtet – meist für den Immobilienerwerb. Das führt zu Verzögerungseffekten bei der durchschnittlichen Zinslast aller privaten Kredite. Während Bürger, die sich neu verschulden oder einen variablen Zins vereinbart haben, unmittelbar vom Zinsrückgang profitieren, kann bei bestehenden Kreditverträgen mit festem Zins erst nach Ablauf der Vertragslaufzeit ein günstigerer Zinssatz für die Restschuld vereinbart werden.

**Bei einem Zinsrückgang steht den Zinseinbußen im Geldvermögen eine niedrigere Kreditzinslast gegenüber**

**STRUKTUR DER KREDITE PRIVATER HAUSHALTE NACH LAUFZEIT/ZINSBINDUNG**



Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

Niedrigere Kreditzinsen haben nicht nur den Vorteil einer geringeren jährlichen Zinslast. Die Zinersparnis erlaubt auch eine schnellere Tilgung. Das kann durch einen höheren Tilgungsanteil erfolgen, durch Sondertilgungen oder durch ein Ansparen freier werdender Mittel, um die Restschuld nach Vertragsablauf schneller zu tilgen. Wenn die privaten Haushalte durch niedrige Zinsen in die Lage versetzt werden, ihre Kredite schneller zu tilgen, sinken die Kreditkosten nicht nur durch den niedrigeren Zinssatz, sondern auch durch die insgesamt kürzere Laufzeit, in der Zinsen anfallen.

**Wenn Bürger durch niedrige Zinsen ihre Kredite schneller tilgen, sinken die Kreditkosten auch durch insgesamt kürzere Laufzeiten**

### 2.3. Preisanstieg bei Aktien und Immobilien

Niedrige Zinsen haben indirekt auch Auswirkungen auf nicht-zinstragende Anlagekategorien sowie den Immobilienmarkt. Private Haushalte und institutionelle Investoren suchen bei unbefriedigendem Zinsniveau nach Alternativen. Hierzu zählen Aktien, Aktienfonds oder Sachinvestitionen in Form von Immobilien. Wenn zinsbedingt Geldvermögen in größerem Umfang in Immobilien und Aktien umgeschichtet werden, kann das die Preise auf diesen Märkten in die Höhe treiben. Der seit 2010 beobachtbare Preisauftrieb am Wohnungsmarkt in Deutschland ist zum Teil hierauf und auf die günstigen Kreditzinsen zurückzuführen.

Auch der Höhenflug des DAX ab 2012 ist zum Teil auf Reaktionen der Anleger auf niedrige Zinsen sowie auf mangelnde Anlagealternativen zurückzuführen. Durch geldpolitische Maßnahmen der EZB erhielt die skizzierte Entwicklung immer wieder Auftrieb. So wächst die Gefahr, dass frei werdende Finanzmittel nicht von einer investitionsgetriebenen Kreditnachfrage absorbiert werden, sondern auf den angesprochenen Märkten landen und dort die Preise nach oben treiben. Wenn Mittel jedoch vor allem aufgrund fehlender Anlagealternativen in Aktien und Immobilien fließen, steigt das Risiko von Preisblasen. Für private Haushalte, die bereits vor einem überhöhten Preisanstieg Geld in Aktien und Aktienfonds angelegt hatten oder Immobilien besaßen, ergeben sich vorläufige, instabile Wertsteigerungen ihres Geld- bzw. Sachvermögens mit entsprechenden Gewinnmitnahmemöglichkeiten. Bürger, die erst später, zu erhöhten Preisen einsteigen, laufen Gefahr, dass sie bei einem Platzen möglicher Preisblasen Verluste erleiden. Bei Immobilienkäufern, die den Erwerb mit Krediten finanzieren, kann dem Kreditkostenvorteil durch niedrige Zinsen der Nachteil eines höheren Immobilienpreises gegenüberstehen. Außerdem besteht die Gefahr, dass sich Kreditnehmer von extrem niedrigen Kreditzinsen zu überhöhten Investitionen bzw. Kreditvolumina verleiten lassen, deren Tilgung nur dank der niedrigen Zinsen möglich ist, die die Schuldner bei einem Zinsanstieg (nach Ablauf der Zinsbindung) jedoch überfordern könnten.

## 3. QUANTIFIZIERUNG DER FINANZIELLEN FOLGEN FÜR DIE PRIVATEN HAUSHALTE

Während sich Zinsniveauänderungen in der Umlaufrendite zeitnah widerspiegeln, kommen sie in der Durchschnittsverzinsung der Einlagenbestände erst etwas später voll zum Tragen. Noch stärker fällt die Zeitverzögerung bei Rentenpapieren, Versicherungen und Krediten aus. Wie stark der Verzögerungseffekt ist, hängt vor allem davon ab, wie hoch der Anteil von Geldvermögen bzw. Krediten mit langen Zinsbindungen ist. Für eine Quantifizierung der finanziellen Folgen kann die Referenzphase daher nicht einheitlich angesetzt werden. Je nach Geldvermögenskategorie muss der Verzögerungseffekt unterschiedlich berücksichtigt werden.

### 3.1. Einkommenseffekt

#### Einlagen

Die privaten Haushalte in Deutschland hatten Ende 2016 Bankeinlagen im Volumen von 2,1 Billionen Euro. Wenn man die Zeit von 1999 bis 2009 als Referenzphase wählt, ergibt sich ein durchschnittliches Zinsniveau der gesamten Einlagenbestände von 2,3 Prozent, der als Referenzzinssatz dienen soll. 2010 verzinsten sich Einlagen mit durchschnittlich 1,3 Prozent, d.h. 1,0 Prozentpunkte unter dem Referenzzinssatz. Bei einem Einlagenvolumen von 1,7 Billionen Euro zu diesem Zeitpunkt errechnen sich um 16,7 Mrd. Euro geringere Zinseinkünfte als bei „Normalniveau“. Mit fortschreitendem Zinsrückgang und weiter wachsenden Einlagenbeständen stiegen die

**Wenn zinsbedingt Anlagemittel in Aktien und Immobilien umgeschichtet werden, kann das die Preise in die Höhe treiben**

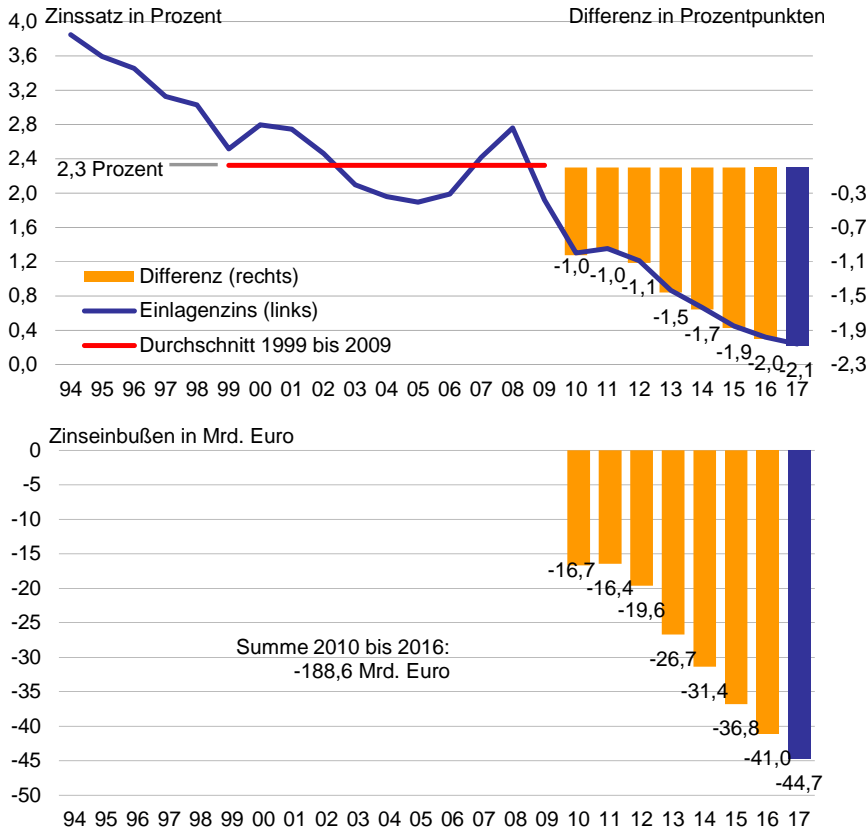
**Wenn Finanzmittel vor allem aufgrund fehlender Anlagealternativen in Aktien und Immobilien fließen, wächst das Risiko von Preisblasen**

**Je nach Geldvermögenskategorie muss der Verzögerungseffekt unterschiedlich berücksichtigt werden**

**Von 2010 bis 2016 summieren sich die Zinseinbußen bei Einlagen auf insgesamt 188,6 Mrd. Euro**

Zinseinbußen Jahr für Jahr auf 41,0 Mrd. Euro in 2016. In den sieben Jahren von 2010 bis 2016 summieren sich die Einbußen bei den Zinseinkünften aus Einlagen auf insgesamt 188,6 Mrd. Euro.

**EINLAGEN PRIVATER HAUSHALTE: ZINSENTWICKLUNG UND –EINBUßEN 2010 BIS 2017\***



\*2017 Vorausschätzung DZ BANK Research Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

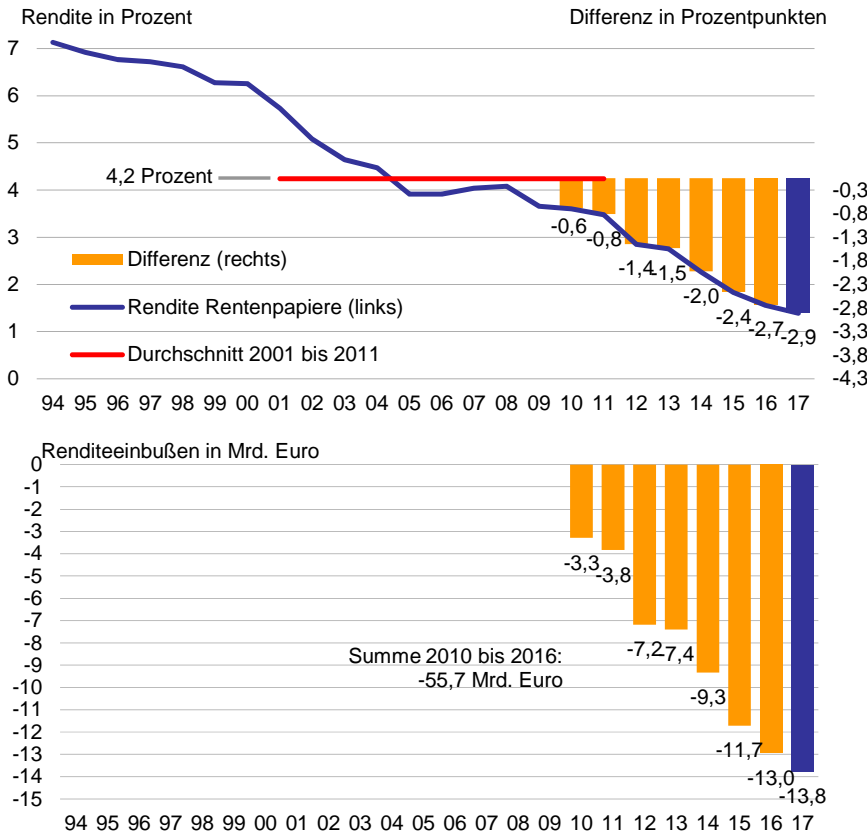
**Rentenwerte**

Private Haushalte besaßen Ende letzten Jahres Rentenpapiere und Rentenfonds (einschließlich Geldmarktfonds und Rentenanteil in Mischfonds) im Wert von 480 Mrd. Euro. Anders als bei den Einlagen gibt es keine Statistik zur Durchschnittsverzinsung der gehaltenen Anleihenbestände. Da private Haushalte jedoch vorwiegend in langlaufende Rentenwerte investieren und diese oft bis zur Fälligkeit halten, lässt sich unter Berücksichtigung der Bestandsveränderung die durchschnittliche Rendite der Rentenbestände grob taxieren. So kann man, wenn die Zeit von 2001 bis 2011 als normale Phase unterstellt wird, einen Referenzzinssatz von 4,2 Prozent abschätzen. Nicht berücksichtigt sind darin die von Finanzdienstleistern in Rechnung gestellten Verwaltungsaufwendungen, die die effektive Rendite etwas niedriger ausfallen lassen. 2010 lag die durchschnittliche Rendite des Bestands an Rentenwerten mit 3,6 Prozent rund 0,6 Prozentpunkte unter dem Referenzzinssatz. Bei einem Bestand an Rentenpapieren und –fonds von 514 Mrd. Euro errechnen sich für 2010 Einkommenseinbußen von rund 3,3 Mrd. Euro im Vergleich zum Referenzniveau. Bis Ende 2016 haben die privaten Haushalte ihre entsprechenden Wertpapiere unter Schwankungen leicht reduziert und die durchschnittliche Rendite der gehaltenen Papiere sank auf 1,6 Prozent. Dadurch erhöhten sich die Zinseinbußen auf 13,0 Mrd. Euro im letzten Jahr. Von 2010 bis einschließlich 2016 addieren sich die Einbußen auf insgesamt 55,7 Mrd. Euro.

**Von 2010 bis 2016 summieren sich die Renditeeinbußen bei Rentenwerten auf 55,7 Mrd. Euro**



**RENTEN\* PRIVATER HAUSHALTE: RENDITEENTWICKLUNG UND –EINBUßEN 2010 BIS 2017\*\***



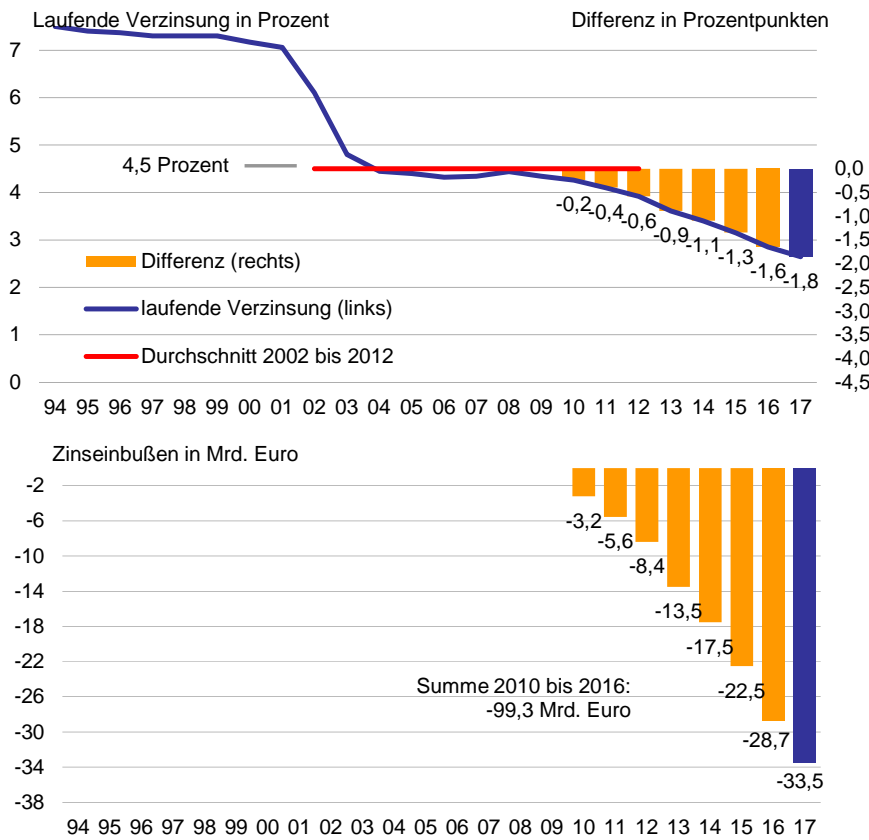
\*Rentenpapiere und Rentenfonds (einschließlich Geldmarktfonds und Rentenanteil in Mischfonds)  
 \*\*2017 Vorausschätzung DZ BANK Research Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

**Versicherungen**

Der Wert des in Versicherungen angelegten Geldvermögens erreichte Ende 2016 rund 1,8 Billionen Euro. Hierzu zählen Ansprüche aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und anderen Alterssicherungssystemen. Versicherungsunternehmen legen die ihnen anvertrauten Gelder vorwiegend festverzinslich an – meist mit langen Laufzeiten. Dadurch erreichen sinkende Zinsen die Lebensversicherungen mit größerer Verzögerung. Das immer weiter sinkende Zinsniveau machte sich in einer mehrmaligen Absenkung des Garantiezinses bemerkbar – zuletzt auf 0,9 Prozent seit Januar 2017. Zudem wird diskutiert, den Garantiezins ganz abzuschaffen. Gleichzeitig bieten die Versicherungsunternehmen zunehmend Verträge ohne Garantiezins an. Für die Bestandsverzinsung der Sparanteile der Versicherten ist jedoch die höhere laufende Verzinsung einschließlich Überschussbeteiligungen entscheidend. Diese verzeichnete zu Beginn des letzten Jahrzehnts einen Einbruch, um sich danach auf niedrigerem Niveau zu stabilisieren. Seit Ende des letzten Jahrzehnts setzte sich der Zinsrückgang jedoch erneut fort. Bei einer Referenzphase von 2002 bis 2012 errechnet sich ein Durchschnittszinssatz von 4,5 Prozent. 2010 lag die laufende Verzinsung um 0,2 Prozentpunkte darunter. Bei einem Versicherungsvermögen von 1,4 Billionen Euro errechnen sich Zinseinbußen von 3,2 Mrd. Euro. Mit weiter wachsenden Geldvermögensbeständen in Versicherungsform und absinkender Verzinsung wuchsen die Zinseinbußen bis 2016 auf 28,7 Mrd. Euro. Für die Zeit von 2010 bis einschließlich 2016 summieren sich die Einbußen der Bürger auf 99,3 Mrd. Euro.

**Von 2010 bis 2016 summieren sich die Zinseinbußen im Bereich der Versicherungen auf 99,3 Mrd. Euro**

**VERSICHERUNGEN\* PRIVATER HAUSHALTE: ZINSENTWICKLUNG UND –EINBUßEN 2010 BIS 2017\*\***



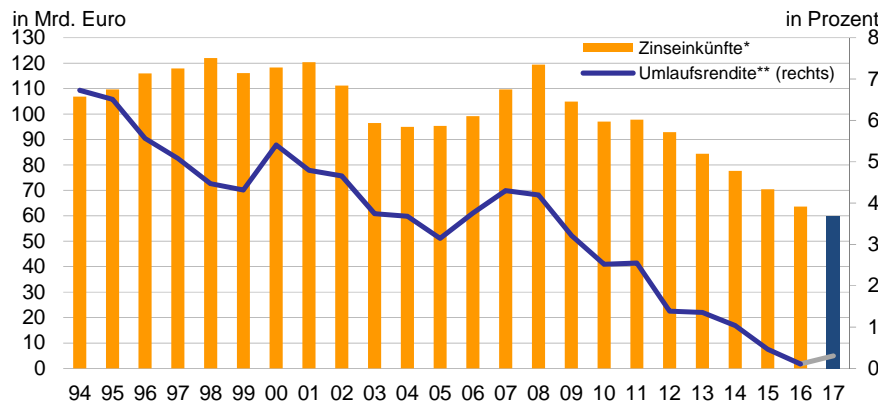
\*Ansprüche aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und anderen Alterssicherungssystemen  
 \*\*2017 Vorausschätzung DZ BANK Research Quellen: Bundesbank, GDV, eigene Berechnungen

**Gesamte Einkommenseinbußen**

Im Jahr 2008 erreichten die privaten Haushalte in Deutschland noch ein Einkommen aus der Verzinsung von Einlagen, Renten und Versicherungen von rund 120 Mrd. Euro. Obwohl die entsprechenden Anlagen seit dem um 36,1 Prozent gewachsen sind, dürften die Zinseinkommen als Folge des Niedrigzinsniveaus im laufenden Jahr auf unter 60 Mrd. Euro fallen und sich damit gegenüber 2008 nahezu halbieren.

**Trotz wachsender Geldvermögen haben sich die Zinseinkommen der privaten Haushalte seit 2008 auf rund 60 Mrd. Euro halbiert**

**ZINSEINKÜNFTE\* PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND 1994 BIS 2017**



\*Zinseinkünfte aus Einlagen, Rentenpapieren, Rentenfonds und Versicherungen; 2017 vorausgeschätzt  
 \*\*durchschnittliche Umlaufrendite inländischer Schuldverschreibungen  
 Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

### 3.2. Kreditkosteneffekt

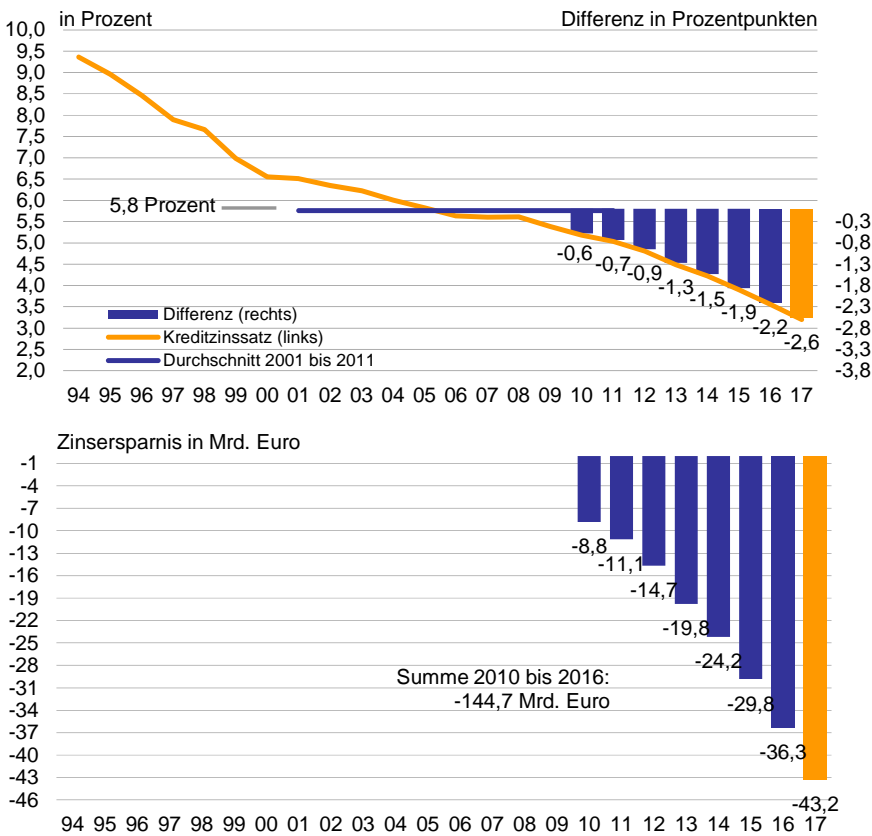
Die Verschuldung der privaten Haushalte bei Banken beläuft sich aktuell auf rund 1,7 Billionen Euro, für die im Durchschnitt 3,6 Prozent Zinsen anfallen. Die Kredite setzen sich vor allem aus Immobilienkrediten, Konsumentenkrediten sowie Kontoüberziehungen zusammen. Während die Immobilienkredite häufig lange Laufzeiten mit Festzins aufweisen, haben die übrigen Kredite im Durchschnitt deutlich kürzere Laufzeiten. Aufgrund des hohen Gewichts der Immobilienkredite schlagen sich Zinssenkungen in der Gesamtverschuldung privater Haushalte zum Teil mit deutlicher zeitlicher Verzögerung nieder. Wenn man demzufolge die Referenzzinsphase auf die Zeit von 2001 bis 2011 taxiert, ergibt sich in dieser Zeit ein Durchschnittszins von 5,8 Prozent.

Im Jahr 2010 lagen die fälligen Zinsen bei durchschnittlich 5,2 Prozent für ein Gesamtkreditvolumen von 1,5 Billionen Euro. Im Vergleich zum Referenzzinssatz errechnet sich eine Zinersparnis von 8,8 Mrd. Euro. Bei einer zuletzt wieder schneller wachsenden Verschuldung und weiter sinkendem Zinsniveau erhöhte sich die Zinersparnis auf 36,3 Mrd. Euro im letzten Jahr. Insgesamt addieren sich die Zinersparnisse der privaten Haushalte in den letzten sieben Jahren auf 144,7 Mrd. Euro.

**Durch das Gewicht der Immobilienkredite schlagen sich Zinssenkungen in der Gesamtverschuldung privater Haushalte verzögert nieder**

**Die Zinersparnisse bei Krediten addieren sich in den letzten sieben Jahren 144,7 Mrd. Euro**

KREDITE PRIVATER HAUSHALTE: ZINSENTWICKLUNG UND –ERSPARNIS 2010 BIS 2017\*



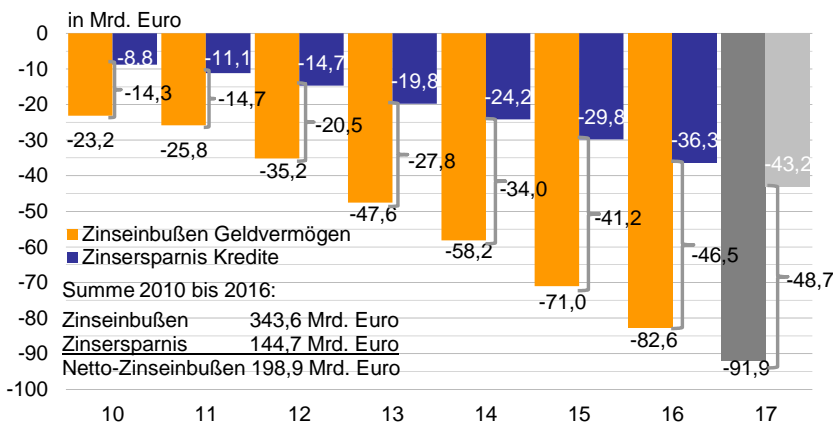
\*2017 Vorausschätzung DZ BANK Research

Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen

Den Gesamtzinseinbußen auf Geldvermögen privater Haushalte im Bereich Einlagen, Renten und Versicherungen in Höhe von 343,6 Mrd. Euro in der Zeit von 2010 bis 2016 steht eine Zinersparnis bei den Krediten von 144,7 Mrd. Euro gegenüber. Dabei wird von Nominalzinsen vor Steuern und ohne Berücksichtigung von Verwaltungsaufwendungen der Finanzdienstleister ausgegangen.

**Die Zinseinbußen bei Einlagen, Renten und Versicherungen übersteigen die Zinersparnis bei den Krediten privater Haushalte**

**ZINSEINBUßEN\* UND ZINSESPARNIS PRIVATER HAUSHALTE 2010 BIS 2016 SOWIE VORAUSSCHÄTZUNG 2017**



\*vor Steuern und Verwaltungsaufwendungen Quelle: eigene Berechnungen

Allerdings sind die privaten Haushalte je nach finanzieller Situation unterschiedlich betroffen. Während Bürger, die sich z. B. für den Immobilienerwerb neu verschuldet haben, zu den „Gewinnern“ zählen, konnten private Haushalte mit hohen Altschulden und langer Restlaufzeit bisher nicht vom niedrigen Zinsniveau profitieren. Zu den „Verlierern“ der Niedrigzinsphase zählen Haushalte mit hohem Nettogeldvermögen, das vorwiegend in Einlagen, Renten und Versicherungen angelegt ist.

**Die Niedrigzinsphase hat eine Umverteilungswirkung von vermögenden zu verschuldeten Haushalten**

### 3.3. Vermögenseffekt

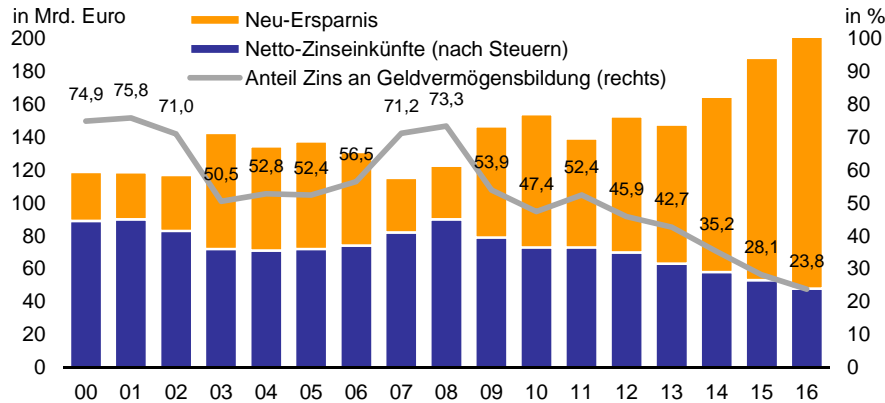
Das Wachstum der Geldvermögensbestände der privaten Haushalte hängt von der Geldvermögensbildung aus dem verfügbaren Einkommen der Bürger sowie der Wertveränderung der Geldvermögensbestandteile ab. Unter den Einkommensbestandteilen, die regelmäßig in die Geldvermögensbildung fließen, spielen die Netto-Zinseinkünfte (nach Steuerabzug) eine bedeutende Rolle.

#### Schrumpfender Anteil der Zinseinkünfte an der Geldvermögensbildung

Häufig sind die Geldanlagen der Bürger so gestaltet, dass Zinserträge wiederangelegt werden. Das gilt für Bankeinlagen, Versicherungen und Investmentfonds. Dadurch fließt ein Großteil der Zinseinkünfte direkt in die Ersparnis. Für die Geldvermögensbildung hat die Niedrigzinsphase der letzten Jahre nicht nur dazu geführt, dass die Geldvermögensbildung seit 2010 nur mäßig gewachsen ist. Um das Niveau halten zu können, mussten die privaten Haushalte auch einen immer größeren Teil in Form neuer Ersparnis – insbesondere aus dem laufenden (Arbeits-)Einkommen – beisteuern. Der „Verzinsungsanteil“ der Geldvermögensbildung ist von 73,3 Prozent in 2008 auf nur noch 23,8 Prozent im letzten Jahr gefallen.

**Um die Geldvermögensbildung stabil zu halten, müssen die Bürger gegen den Zinsrückgang immer stärker mit neuen Mitteln ansparen**

**STRUKTUR DER GELDVERMÖGENSBILDUNG PRIVATER HAUSHALTE 2000 BIS 2016**



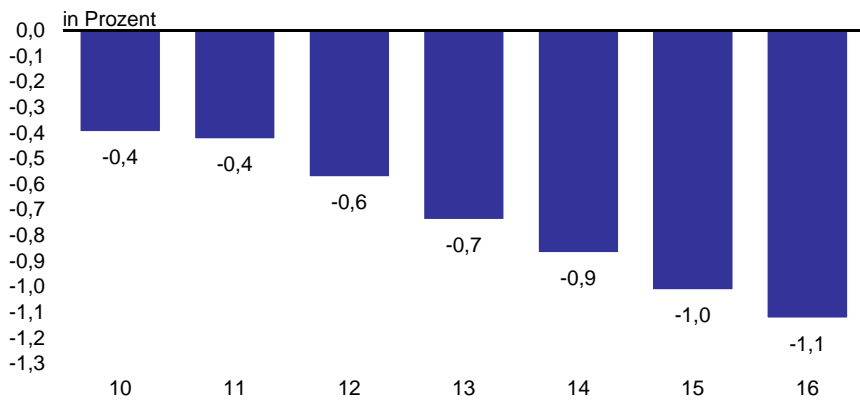
Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

**Niedrigzins als Wachstumsbremse der Geldvermögen**

Wie bereits dargelegt, führte das niedrige Zinsniveau im Jahr 2010 zu Zinseinbußen gegenüber dem Referenzzinsniveau bei Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen von insgesamt 23,2 Mrd. Euro. Unter Berücksichtigung der Steuer bedeutet das Netto-Einbußen in Höhe von 0,4 Prozent der gesamten Geldvermögensbestände privater Haushalte in Deutschland. In den Folgejahren haben die Wachstumseinbußen beim Geldvermögen durch die niedrigen Zinsen immer weiter zugenommen – auf zuletzt 1,1 Prozent in 2016.

**In den letzten Jahren haben die Wachstumseinbußen beim Geldvermögen durch die niedrigen Zinsen immer weiter zugenommen**

**NIEDRIGZINS ALS BREMSE DES GELDVERMÖGENSWACHSTUMS\***



\*Verlangsamung des Wachstums der Gesamtgeldvermögensbestände privater Haushalte im Vergleich zum rechnerischen Wachstum bei Normalzinzniveau Quelle: eigene Berechnungen

**Phasenweise negativer Realzins**

Die durchschnittliche Nominalverzinsung aller Bankeinlagen, Rentenpapiere und Versicherungen lag nach Abzug von Steuern und Verwaltungsaufwendungen bereits 2011 um 0,6 Prozentpunkte unter der Inflationsrate. Auch für die Folgejahre errechnet sich ein negativer Realzins, obwohl sich die Geldentwertung abschwächte. In den Jahren 2014 bis 2016 konnte lediglich aufgrund der Ausnahmesituation einer extrem niedrigen Inflationsrate, die u. a. dem starken Ölpreistrückgang geschuldet war, ein leicht positiver Realzins registriert werden.

**Von 2011 bis 2013 konnte die Verzinsung zinstragender Geldvermögensbestandteile nicht einmal die Inflation ausgleichen**

	Geldvermögensbestände <sup>1</sup>		Neugeschäft <sup>1</sup>		
	Nominalz. n.Steuern <sup>2</sup>	Inflation HVPI	Realzins n.Steuern	Nominalz. n.Steuern <sup>2</sup>	Realzins n.Steuern
	%	%	%	%	%
2010	1,9	1,1	0,8	1,3	0,2
2011	1,9	2,5	-0,6	1,3	-1,1
2012	1,7	2,1	-0,4	1,0	-1,1
2013	1,5	1,6	-0,1	0,8	-0,7
2014	1,3	0,8	0,5	0,8	0,0
2015	1,1	0,1	1,0	0,4	0,3
2016	1,0	0,4	0,6	0,4	0,0
2017 <sup>3</sup>	0,9	1,7	-0,8	0,3	-1,4

1 bezogen auf zinstragende Geldvermögensbestandteile (Einlagen, Renten, Versicherungen) 2 durchschnittliche Nominalverzinsung zinstragender Geldvermögensbestände nach Abzug von Steuern und Verwaltungsaufwendungen  
3 vorausgeschätzt

Quelle: Bundesbank, BVI, GDV, eigene Berechnungen

### Vermögenszuwachs durch Kursgewinne

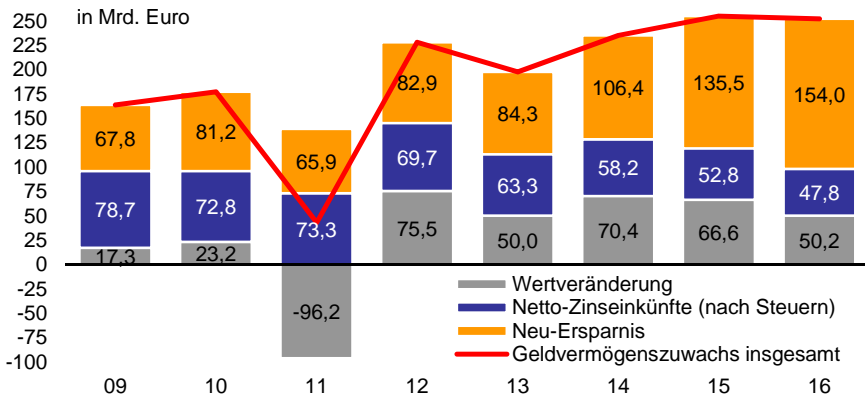
Aktien und andere Anteilsrechte machen in Deutschland mit rund 10 Prozent zwar nur einen geringen Anteil der privaten Geldvermögensbestände aus. Dadurch reagiert das Wachstum der Geldvermögen deutlich schwächer auf Kursschwankungen als in anderen Ländern. So waren die Bundesbürger weit weniger von Kursabstürzen während der letzten Krisen betroffen als Privathaushalte in Spanien, Italien oder Frankreich. Trotzdem haben die kräftigen Kurszuwächse bei Wertpapieren 2012 (DAX +29,1%) mit immerhin 1,5 Prozentpunkten zum Wachstum der Geldvermögen in Deutschland beigetragen. Seither waren die enormen Kursgewinne zum Teil darauf zurückzuführen, dass institutionelle Anleger aus Mangel an Anlagealternativen aufgrund der niedrigen Zinsen u.a. auf Aktien und Aktienfonds zurückgegriffen haben. Die hohe Nachfrage hat die Kurse entsprechend beflügelt.

In welchem Maße niedrige Zinsen für die Kurssteigerungen verantwortlich sind, lässt sich allerdings kaum ermitteln. Außerdem waren 2011 erhebliche Kurseinbrüche zu verzeichnen, die die hohen Kurssteigerungen in den Folgejahren relativieren. Gleichzeitig stellt sich die Frage der Nachhaltigkeit. Wenn Aktienkurszuwächse bei extrem niedrigem Zins vor allem wegen fehlender Anlagealternativen zustande kommen anstatt aufgrund überzeugender Perspektiven der betreffenden Aktiengesellschaften, besteht die Gefahr von Kursübertreibungen. Dann stellen Kurszuwächse keine nachhaltige Wertsteigerung dar, die Zinseinbußen bei Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen ausgleichen könnten. Ein Platzen der Preisblasen würde die erzielten Kursgewinne schnell wieder zunichte machen, wenn diese zuvor nicht durch Verkäufe realisiert wurden. Welche Beiträge Wertveränderungen (u.a. Aktienkurse), Zinseinkünfte und Neu-Ersparnis zum Wachstum der Geldvermögensbestände geleistet haben, kann nachfolgender Abbildung entnommen werden.

**Kursgewinne haben 2012 und in den Folgejahren zum Geldvermögenszuwachs beigetragen**

**Wenn Aktienkursgewinne vor allem aufgrund fehlender Anlagealternativen zustande kommen, besteht die Gefahr der Preisblasenbildung**

KOMPONENTEN DER GELDVERMÖGENSZUWÄCHSE PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND



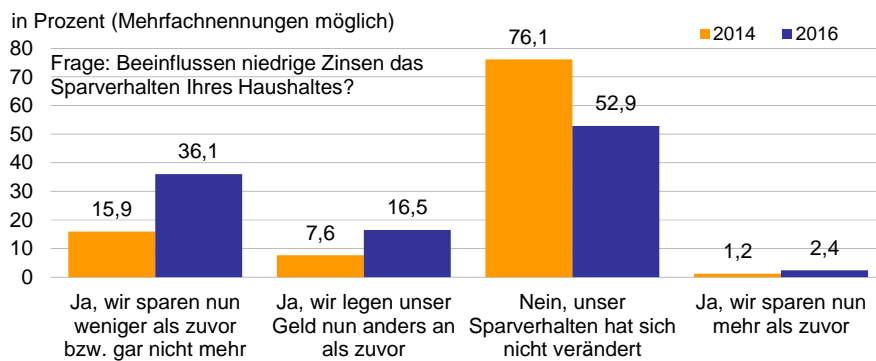
Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

4. AUSWIRKUNGEN AUFS SPARVERHALTEN

Wie aus der repräsentativen Befragung "Private Haushalte und ihre Finanzen" (PHF) der Deutschen Bundesbank hervorgeht, gibt ein zunehmender Teil der Privathaushalte in Deutschland an, aufgrund der niedrigen Zinsen die Spartätigkeit einzuschränken. 36,1 Prozent der Befragten sparen weniger als zuvor oder gar nicht mehr. Dem stehen lediglich 2,4 Prozent gegenüber, die angeben mehr zu sparen. Obwohl über die Hälfte der Befragten bekräftigt, ihr Sparverhalten aufgrund der niedrigen Zinsen nicht geändert zu haben, sollten sich die Sparbemühungen der privaten Haushalte als Reaktion auf die niedrigen Zinsen insgesamt abschwächen.

**36 Prozent der Bürger wollen wegen der niedrigen Zinsen weniger oder gar nicht mehr sparen**

EINFLUSS DES NIEDRIGEN ZINSNIVEAUS AUF DAS SPARVERHALTEN DER PRIVATEN HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND



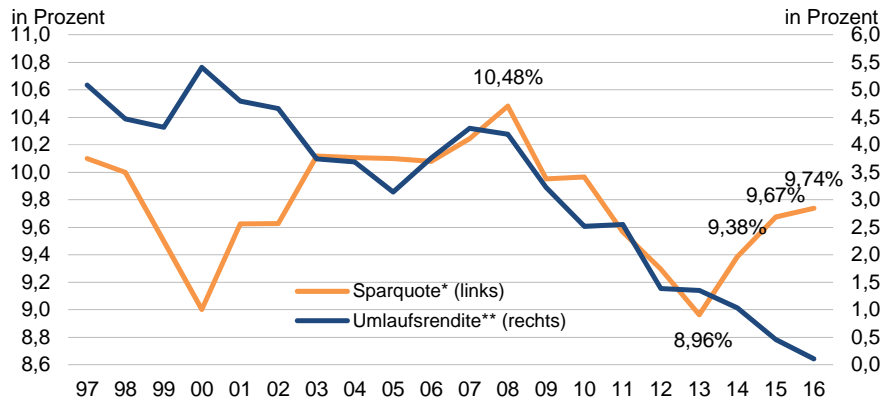
Quelle: Bundesbankstudie "Private Haushalte und ihre Finanzen" (PHF) 2016

4.1. Steigende Sparquote

In der Praxis ist das jedoch kaum nachvollziehbar. So ist die Sparquote privater Haushalte in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2016 tatsächlich gestiegen. Der Anteil des verfügbaren Einkommens, der von den Bürgern auf die hohe Kante gelegt wird, erhöhte sich in dieser Zeit um 0,8 Prozentpunkte auf 9,7 Prozent. Selbst wenn man davon ausgeht, dass vor allem einkommensstarke Haushalte mehr gespart haben, lässt sich eine allgemeine Sparmüdigkeit aus den Statistiken nicht ablesen.

**Die private Sparquote ist in den letzten Jahren sogar gestiegen**

**SPARQUOTE\* PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND 1997 BIS 2016**



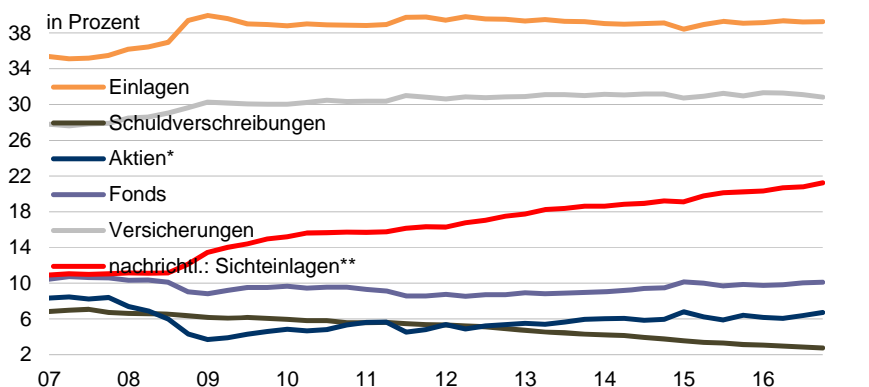
\*Sparen in Prozent des verfügbaren Einkommens \*\*durchschnittliche Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen im jeweiligen Jahr Quellen: Bundesbank, Statistisches Bundesamt

**4.2. Wachsender Geldanlagestau**

Auch die von einer großen Mehrheit der Befragten getroffene Aussage, ihr Sparverhalten aufgrund der extrem niedrigen Zinsen nicht zu ändern, spiegelt sich in den Statistiken der Bundesbank nicht wider. So zeigt eine Auswertung der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, dass die privaten Haushalte festverzinsliche Schuldverschreibungen nach Fälligkeit kaum durch neue Anleihen ersetzen. Dementsprechend ist ihr Anteil am Geldvermögen der Bürger von rund 7 Prozent in 2007 auf nur noch 2,8 Prozent Ende 2016 gefallen. Auch im Bereich der Bankeinlagen wurden langfristige festverzinsliche Anlagen stark reduziert. Ein Großteil der frei werdenden Mittel fließt in Sichteinlagen, deren Anteil am gesamten Geldvermögen von knapp 11 auf 21,2 Prozent wuchs. Ihr Anteil an den Bankeinlagen privater Haushalte macht inzwischen weit mehr als die Hälfte aus. Das hohe Volumen „zwischengeparkter“ Finanzmittel, das inzwischen aufgelaufen ist, verdeutlicht den gigantischen Geldanlagestau, der sich aus der Kombination anhaltend niedriger Zinsen und traditioneller Risikoscheu der Privatanleger in Deutschland ergibt. Auch wenn sich Privatanleger zuletzt wieder etwas stärker in Fonds oder Aktien engagiert haben, bleiben sie insgesamt eher vorsichtig und nehmen keine übertriebenen Risiken zugunsten höherer Renditen in Kauf.

**Der Anteil der in Sichteinlagen "zwischengeparkten" Mittel ist auf über ein Fünftel des Geldvermögens angestiegen**

**STRUKTUR DER GELDVERMÖGENSBESTÄNDE PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND 2007 BIS 2016**



\*börsennotierte und nicht-börsennotierte Aktien \*\*in Einlagen enthalten Quellen: Bundesbank, eigene Berechnungen



## 5. PERSPEKTIVEN

### 5.1. Weiter steigende Zinseinbußen

In den letzten sieben Jahren sind die addierten Zinseinbußen im Bereich von Einlagen, Renten und Versicherungen gegenüber dem Referenzzinsniveau immer weiter angestiegen – auf zuletzt knapp 83 Mrd. Euro im Jahr 2016. Für das laufende Jahr ist mit einem weiteren Anstieg der Zinseinbußen privater Haushalte in Deutschland auf rund 92 Mrd. Euro zu rechnen.

#### Das Wiederanlageproblem

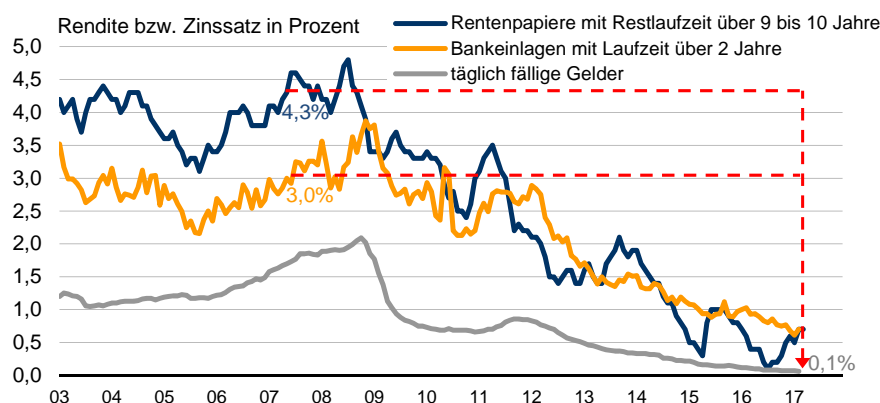
Hierfür sind auch die bereits angesprochenen Verzögerungseffekte mit verantwortlich. So befinden sich unter den Geldanlagen der privaten Haushalte immer noch langfristige Bankeinlagen oder Rentenpapiere, die in der Phase höherer Zinsen erworben wurden und die nach und nach fällig werden. Wer beispielsweise Mitte 2007 zehnjährige Schuldverschreibungen erworben und im Bestand gehalten hat, konnte Jahr für Jahr rund 4,3 Prozent Zinsen kassieren. Allerdings werden die Papiere Mitte dieses Jahres fällig. Aufgrund des extrem niedrigen Zinsniveaus sind die Anleger meist nicht bereit, sich bei einer Wiederanlage langfristig zu binden. Häufig werden die frei werdenden Mittel dann in täglich fällige Gelder umgeschichtet. Damit sinkt die Verzinsung des entsprechenden Anteils des Geldvermögens von 4,3 auf zunächst nur noch 0,1 Prozent und die Zinseinbußen des Portfolios gegenüber dem „Normalzinsniveau“ nehmen zu.

Ähnliches gilt bei festverzinslichen Bankeinlagen mit langen Laufzeiten. Selbst bei allmählich wieder steigenden Zinsen hält der beschriebene Effekt noch solange an, bis die Verzinsung von Neuanlagen die Rendite älterer, zur Auszahlung anstehender Rentenpapiere und Bankeinlagen erreicht.

**2017 dürften die Zinseinbußen der privaten Haushalte in Deutschland auf 92 Mrd. Euro wachsen**

**Selbst bei allmählich wieder steigenden Zinsen nehmen die Zinseinbußen noch eine Zeit lang zu**

#### WEITER SINKENDE DURCHSCHNITTSVERZINSUNG DER PRIVATEN GELDVERMÖGEN DURCH WIEDERANLAGEPROBLEME



Quelle: Bundesbank

## ZINSEINBUßEN PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND VON 2010 BIS 2017 GEGENÜBER NORMALZINSNIVEAU

	Geldvermögen		Bestandsverzinsung											insgesamt				
	Einlagen	Renten <sup>1</sup>	Versicherungen			Einlagen				Renten <sup>1</sup>				Versicherungen <sup>2</sup>				insgesamt
			Zinssatz	Normalniveau <sup>3</sup>	Zinseinbußen	Zinseinbußen	Rendite <sup>4</sup>	Normalniveau <sup>3</sup>	Zinseinbußen	Zinseinbußen	Rendite <sup>4</sup>	Normalniveau <sup>3</sup>	Zinseinbußen	Zinseinbußen	Rendite <sup>4</sup>	Normalniveau <sup>3</sup>	Zinseinbußen	
Mrd. €	Mrd. €	Mrd. €	%	%	%-Pkt.	Mrd. €	%	%	%-Pkt.	Mrd. €	%	%	%-Pkt.	Mrd. €	Mrd. €			
2010	1.662	514	1.379	1,3	2,3	-1,0	-16,7	3,6	4,2	-0,6	-3,3	4,3	4,5	-0,2	-3,2	-23,2		
2011	1.724	495	1.416	1,4	2,3	-1,0	-16,4	3,5	4,2	-0,8	-3,8	4,1	4,5	-0,4	-5,6	-25,8		
2012	1.801	536	1.486	1,2	2,3	-1,1	-19,6	2,8	4,2	-1,4	-7,2	3,9	4,5	-0,6	-8,4	-35,2		
2013	1.856	461	1.556	0,9	2,3	-1,5	-26,7	2,8	4,2	-1,5	-7,4	3,6	4,5	-0,9	-13,5	-47,6		
2014	1.927	485	1.638	0,7	2,3	-1,7	-31,4	2,3	4,2	-2,0	-9,3	3,4	4,5	-1,1	-17,5	-58,2		
2015	2.000	486	1.705	0,4	2,3	-1,9	-36,8	1,8	4,2	-2,4	-11,7	3,2	4,5	-1,3	-22,5	-71,0		
2016	2.095	480	1.776	0,3	2,3	-2,0	-41,0	1,6	4,2	-2,7	-13,0	2,9	4,5	-1,6	-28,7	-82,6		
Summe 2010 bis 2016							-188,6				-55,7				-99,3	-343,6		
2017 <sup>5</sup>	2.195	485	1.848	0,2	2,3	-2,1	-44,7	1,4	4,2	-2,9	-13,8	2,7	4,5	-1,8	-33,5	-91,9		

1 Rentenpapiere, Rentenfonds einschließlich Geldmarktfonds und Rentenwerte in Mischfonds 2 Ansprüche aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und anderen Alterssicherungssystemen 3 durchschnittlicher Zinssatz bzw. Rendite im Zeitraum von 1999 bis 2009 (Einlagen), 2001 bis 2011 (Renten) bzw. 2002 bis 2012 (Versicherungen) 4 durchschnittliche Rendite der Bestände an Rentenwerten auf Basis der Bestandsveränderungen und Umlaufrendite geschätzt 5 vorausgeschätzt  
Quelle: Bundesbank, BVI, GDV, eigene Berechnungen

Ein ähnliches Phänomen lässt sich mit umgekehrtem Vorzeichen auch bei den Krediten der privaten Haushalte beobachten. Nach Vertragsablauf alter Festzinskredite – wie sie häufig bei der Immobilienfinanzierung vereinbart werden – kann beim Neuausschluss eines Kreditvertrages für die Restschuld aktuell meist ein deutlich niedrigerer Kreditzins vereinbart werden. Daher dürfte in diesem Jahr die Zinsersparnis privater Haushalte bei Krediten im Vergleich zum Normalzinsniveau weiter auf voraussichtlich 43,2 Mrd. Euro steigen (vgl. Abb. S. 11). Als Differenz aus den Zinseinbußen im Bereich der Geldanlage und den Zinseinsparungen bei den Krediten lassen sich für 2017 Netto-Zinseinbußen der privaten Haushalte von 48,7 Mrd. Euro vorausschätzen (vgl. Abb. S. 12).

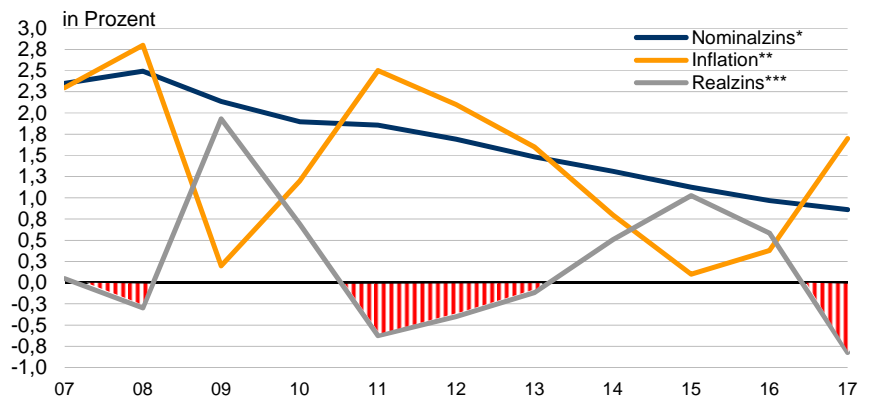
### Negativer Realzins durch „Rückkehr“ der Inflation

Für das laufende Jahr ist ein weiterer leichter Rückgang der durchschnittlichen Nominalverzinsung der Geldvermögensbestände (Einlagen, Rentenpapiere, Versicherungen) auf 0,9 Prozent (nach Steuern) zu erwarten (vgl. Tabelle S. 14). Das ist zwar kaum weniger als im letzten Jahr. Allerdings konnten 2016 und in den beiden Jahren davor dank sehr niedriger Inflationsraten positive Realzinsen realisiert werden. In diesem Jahr dürfte sich das grundlegend ändern. So wurden in den ersten Monaten des laufenden Jahres schneller steigende Verbraucherpreise beobachtet. Zuletzt lag die am HVPI gemessene Inflationsrate im April mit 2,0 Prozent erneut weit über dem Niveau der letzten Jahre. Auch wenn der kräftige Preisaufrtrieb zu Jahresbeginn hauptsächlich auf Ölpreiseffekte zurückzuführen ist, die sich in der zweiten Jahreshälfte wieder abschwächen sollten, dürfte die Inflation im laufenden Jahr mit 1,7 Prozent insgesamt deutlich höher ausfallen als in den letzten Jahren. Vor allem aber dürfte die „Rückkehr“ der Inflation zu negativen Realzinsen führen. Inflationsbereinigt ist mit einer „Verzinsung“ von Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen von durchschnittlich -0,8 Prozent zu rechnen. Das entspricht einem Wertverlust des betreffenden Geldvermögens von über 37 Mrd. Euro und damit deutlich mehr als in den Jahren 2011 bis 2013 als ebenfalls negative Realzinsen zu verkräften waren.

**Steigende Inflationsraten bei anhaltend niedrigen Zinsen führen zu negativen Realzinsen**

**Ein Realzins von -0,8 Prozent führt zu einem Wertverlust des Geldvermögens von 37 Mrd. Euro**

### NOMINALE UND REALE GELDVERMÖGENSVERZINSUNG PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND 2007 BIS 2017\*\*\*\*



\*Durchschnittsverzinsung des zinstragenden Geldvermögens (Einlagen, Rentenwerte, Versicherungen) nach Abzug von Steuern und Verwaltungsaufwendungen \*\*gemessen am HVPI \*\*\*Nominalzins bereinigt um Inflation \*\*\*\*2017 Prognose DZ BANK AG Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

## 5.2. Wachsende Risiken

Die anfangs skizzierten Risiken für Banken sowie Aktien- und Immobilienmärkte wachsen mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase. In den Marktsegmenten, in denen sich private Haushalte üblicherweise bewegen, bleiben die Gefahren für Überreibungen und Blasenbildung bisher jedoch insgesamt begrenzt.

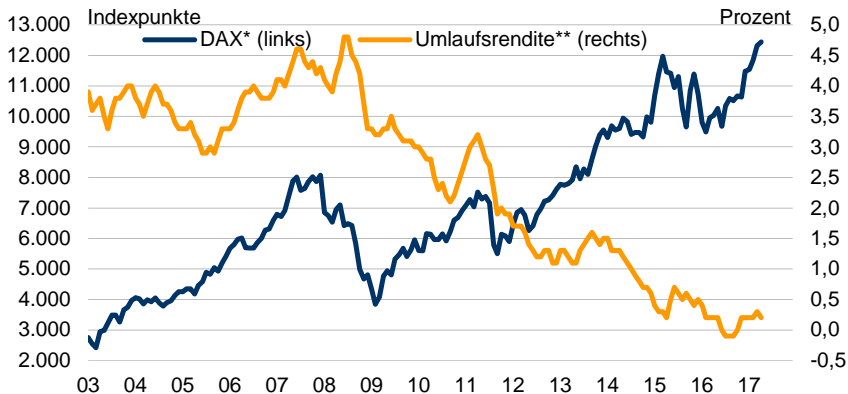
Während der Niedrigzinsphase fand bereits im Frühjahr 2015 ein starker Preisanstieg bei Aktien statt, der in neuen Rekordwerten beim DAX und Euro Stoxx gipfelte. Der deutsche Aktienindex erreichte damals im April seinen vorläufigen Höchstwert mit 12.375 Punkten. Danach hat sich das Aktienkursniveau unter Schwankungen jedoch wieder zurückgebildet. Aktuell findet erneut ein starker Preisanstieg an den europäischen und vor allem an den deutschen Aktienbörsen statt. Dabei wurde der historische DAX-Höchststand aus 2015 inzwischen deutlich übertroffen. Mit den kräftigen Kurssteigerungen wächst zwar die Rückschlaggefahr. Eine marktweite Blase lässt sich am deutschen Aktienmarkt aktuell jedoch nicht feststellen. So liegt das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV 2017e) des Deutschen Aktienindex für 2017 bei 14,1 und damit weit unter dem Niveau zur Hochzeit der Internetblase im Jahr 2000. Damals kletterte die KGV-Bewertung des deutschen Leitindex auf über 35.

Außerdem lässt sich bisher das während einer Blasenbildung typische Käuferverhalten nicht beobachten. Aktienblasen entstehen, wenn Anleger Wertpapiere allein aufgrund steigender Preise kaufen und alle an den Kursgewinnen partizipieren wollen. Der dadurch verstärkte Preisauftrieb lockt eine immer breitere Käuferschicht an und durch den Herdentrieb steigen die Kurse exponentiell. Wenn dann erste Investoren größere Verkäufe tätigen, droht ein Platzen der Blase. Dieses Phänomen konnte in der Zeit, als sich die sogenannte dotcom-Blase am Neuen Markt bildete, beobachtet werden. Die negativen Erfahrungen, die damals gemacht wurden, haben mit dazu beigetragen, dass die Anleger heute vorsichtiger agieren. Das gilt auch für Privatanleger, die in Deutschland traditionell eher risikoscheu agieren. Diese haben im Durchschnitt nur gut zehn Prozent ihres Geldvermögens in Aktien und Aktienfonds angelegt. Auch das begrenzt die Gefahren für die privaten Haushalte.

**In Märkten, in denen sich private Haushalte üblicherweise bewegen, bleibt die Gefahr für Preisblasen bisher begrenzt**

**Das während einer Blasenbildung typische Käuferverhalten lässt sich bisher nicht beobachten**

## AKTIENKURSENTWICKLUNG UND ZINSNIVEAU JANUAR 2003 BIS APRIL 2017

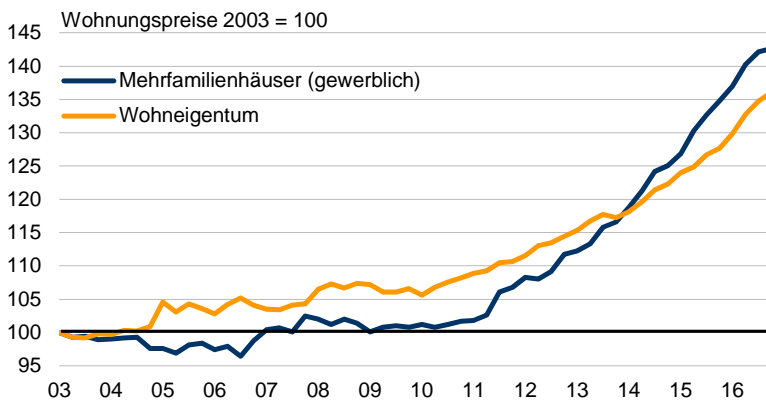


\* Monatsende \*\*Monatsdurchschnitt Quelle: Bundesbank

Auf den Wohnimmobilienmärkten ist seit 2011 ein dynamischer Preisauftrieb zu beobachten. Betroffen sind vor allem Ballungsräume, Universitätsstädte und zunehmend auch mittelgroße Städte. Zuletzt sind die Preise für Mehrfamilienhäuser schneller gewachsen als für Wohneigentum, das hauptsächlich im Fokus der privaten Haushalte steht. Allerdings konnten vor 2011 Wohnimmobilien in Deutschland viele Jahre kaum Wertzuwächse verbuchen. Der Nachholbedarf, der sich in dieser Zeit angestaut hat, relativiert den aktuellen Preisanstieg.

**Der Preisauftrieb bei Immobilien dürfte sich fortsetzen, ohne dass gleich eine Blase für den Gesamtmarkt erwächst**

## WOHNIMMOBILIENPREISE IN DEUTSCHLAND Q1/2003 BIS Q4/2016



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken

Da die Wohnungsfertigstellungen trotz einer Zunahme immer noch unter dem Neubaubedarf liegen, bleiben Wohnungen in vielen Ballungsräumen weiterhin ein knappes Gut. Daher dürfte sich der Preisauftrieb fortsetzen, ohne dass daraus gleich eine Immobilienblase für den Gesamtmarkt erwächst. Das Risiko von Übertreibungen und Preiskorrekturen in Teilmärkten nimmt jedoch zu. Darauf deutet auch die Entwicklung der Mietrendite hin, die sich aus dem Quotienten von Jahresmiete und Kaufpreis einer Immobilie errechnet. Durch den 2010 einsetzenden Immobilienpreisanstieg sind die Preise den langsamer wachsenden Wohnungsmieten davongeeilt. Dadurch ist die Mietrendite für Neubauwohnungen inzwischen unter drei Prozent gesunken und kommt damit dem historischen Tief zu Beginn der 80er Jahre nahe. Damals war die Anleiherendite jedoch weitaus höher als die Mietrendite. Heute ist das genau umgekehrt.

**Das Risiko von Übertreibungen und Preiskorrekturen bei Immobilien nimmt in Teilmärkten zu**

## 6. FAZIT

Sowohl im Bereich der Geldanlage als auch bei den Krediten haben die Zinssätze in den letzten Jahren immer neue historische Tiefststände erreicht. In verschiedenen Anlagekategorien fiel der Realzins zeitweise sogar negativ aus. Von der anhaltenden Phase extrem niedriger Zinsen gehen diverse Wirkungen auf die privaten Haushalte in Deutschland aus, die mit Nachteilen, aber auch Vorteilen verbunden sind. Insgesamt errechnen wir Netto-Zinseinbußen der privaten Haushalte in den letzten sieben Jahren von 199 Mrd. Euro.

Mit der Rückkehr der Inflation fällt der durchschnittliche Nominalzins in diesem Jahr nach 2011 bis 2013 erneut schwächer aus als der allgemeine Preisanstieg. Der durchschnittliche Realzins von Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen dürfte auf -0,8 Prozent sinken. Das entspricht einem Wertverlust des Geldvermögens von über 37 Mrd. Euro.

Zu den indirekten Auswirkungen der Niedrigzinsphase in den letzten Jahren gehören phasenweise steigende Aktienkurse. Teilweise sind die Kurszuwächse in anhaltend günstigen wirtschaftlichen Perspektiven der Unternehmen begründet. Eine nicht unerhebliche Rolle spielen aber auch Ausweichreaktionen institutioneller Anleger auf die extrem niedrigen Zinsen, die von geldpolitischen Maßnahmen begünstigt wurden. Einerseits sind die Kurszuwächse für die privaten Haushalte, die in Aktien investiert haben, erfreulich. Allerdings agieren die Deutschen traditionell eher vorsichtig. Lediglich rund zehn Prozent des gesamten privaten Geldvermögens besteht hierzulande aus Aktien und Aktienfonds. Dementsprechend profitieren deutsche Privatanleger schwächer von günstigen Börsenentwicklungen als Bürger in anderen Ländern. Andererseits besteht die Gefahr, dass die Suche nach Rendite zu Übertreibungen und zur Bildung von Preisblasen führt. Das betrifft nicht nur die Aktienmärkte, sondern auch Immobilien. Bisher bleiben die Gefahren jedoch begrenzt.

Die anhaltend niedrigen Zinsen machen sich zunehmend im Sparverhalten der privaten Haushalte bemerkbar. Zwar ist ein Rückgang der Sparbemühungen nicht festzustellen. Die Sparquote ist in den letzten drei Jahren sogar noch leicht gestiegen. Allerdings führt die Kombination aus der traditionellen Risikoscheu der Privatanleger und den niedrigen Zinsen zu einem immer größer werdenden Geldanlagestau. Dass die Bürger keine übertriebenen Risiken eingehen und den wegbrechenden Zinseinnahmen durch verstärktes Sparen entgegenwirken, ist eine angemessene Reaktion auf die Niedrigzinsphase – vor allem auch im Hinblick auf die private Altersvorsorge. Die Probleme, denen sich die Anleger ausgesetzt sehen, resultieren zum Teil jedoch aus einer einseitigen Portfoliomischung zugunsten zinsabhängiger Anlageformen. Das erschwert die Kompensation von Zinseinbußen in Zeiten niedriger Zinsen. Langfristig könnte daher eine ausgewogenere Portfoliostruktur, die neben Zinseinnahmen auch stärker Dividendenerträge und Kursgewinne ermöglicht, Abhilfe schaffen.

**In diesem Jahr ist mit einem Wertverlust des Geldvermögens von über 37 Mrd. Euro zu rechnen**

**Die Risiken an den Immobilien- und Aktienmärkten steigen, ohne dass gleich eine Blasenbildung droht**

**Sinkenden Zinseinnahmen durch verstärktes Sparen entgegenwirken, ist eine angemessene Reaktion**

**Langfristig sollte eine ausgewogenere Portfoliostruktur angestrebt werden**

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** + 49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Lars Hille, Wolfgang Köhler, Karl-Heinz Moll, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich, Stefan Zeidler

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Helmut Gottschalk

**Sitz der Gesellschaft:** Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

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

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

**Verantwortlich für den Inhalt:** Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2017 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

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

### 1. Verantwortliches Unternehmen

**1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

**1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 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 Sonstigen 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. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

**4.1** 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 neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

**4.2** 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 von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.

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

**4.4** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt 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.

### 5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

**5.2** 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.

**5.3** Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** 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.

**5.4** 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.

**5.5** 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.

### 6. Adressaten und Informationsquellen

#### 6.1 Adressaten

**Sonstige Research-Informationen** der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse

und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Informationen verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** 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.

### 6.2 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. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markt), 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.

## III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

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

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

In die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen.

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 in allen zuvor genannten Ländern 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 weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergege-

ben, 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 von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genaueren 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 Wertpapierbedienstleistungen.

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 Limited**

Weder 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 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 Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens 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 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.

**Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.**