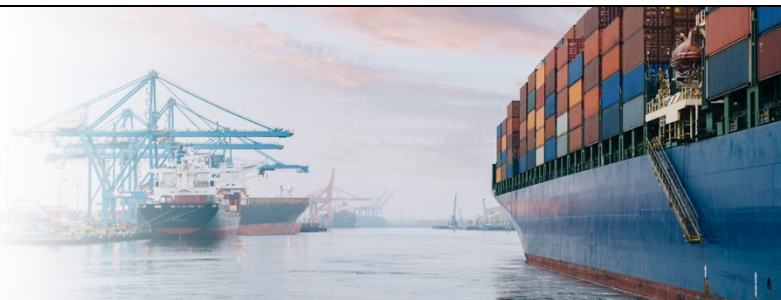


Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



Corona-Krise verstärkt Handlungsdruck in der Altersvorsorge

- » **Bereits vor Ausbruch der Corona-Krise hatte sich Reformbedarf bei der Altersvorsorge in Deutschland aufgestaut.**
- » **Direkte Auswirkungen der Krise bleiben begrenzt. Allerdings erhöhen steigende Staatsschulden den Handlungsdruck bei der gesetzlichen Rente, die ohne Reformen auf immer größere Bundeszuschüsse angewiesen wäre.**
- » **Die kapitalgedeckte Altersvorsorge leidet seit Langem unter Niedrigzinsen. Corona-bedingte Lockerungen der Geldpolitik dürften die Niedrigzinsphase verlängern, so dass der Zinseszinsseffekt beim Kapitalaufbau wegbricht.**

Zusammenfassung:

Durch den demographischen Wandel hatte sich bereits vor der Corona-Krise Reformbedarf bei der Rente aufgestaut. Zwar bremst der Nachhaltigkeitsfaktor in der Rentenformel das Versorgungsniveau der Rente etwas ab. Trotzdem dürfte der Beitragssatz ohne substantielle Reformen bis 2070 stark steigen. Gleichzeitig werden immer größere Bundeszuschüsse zur Finanzierung der Rente notwendig, die den Bundeshaushalt langfristig überfordern. Unter den aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen müssten die Lasten vor allem die Jungen tragen.

Die direkten Auswirkungen der Corona-Krise auf die Altersvorsorge bleiben zwar begrenzt. Allerdings erhöhen stark steigende Staatsschulden, deren Tilgung und Zinsen den Bundeshaushalt später belasten, den Handlungsdruck zur Reform der gesetzlichen Rente. Auch die kapitalgedeckte Altersvorsorge leidet unter den indirekten Folgen der Corona-Krise. So haben Zentralbanken gigantische Anleihekaufprogramme gestartet und Leitzinsen gesenkt, um die Wirtschaft in ihrer Erholung zu stützen. Das verlängert die bereits seit Langem anhaltende Niedrigzinsphase, so dass der Zinseszinsseffekt bei Kapitalaufbau für noch längere Zeit weitgehend wegbricht.

Die Bewältigung der Herausforderungen erfordert eine Rentenreform, die eine nachhaltige Finanzierbarkeit der gesetzlichen Rente ermöglicht und vor allem den Anstieg der notwendigen Bundeszuschüsse begrenzt. Dabei kann die Flexibilisierung des Renteneintritts ein wichtiger Baustein sein. Darüber hinaus wären Anreize für einen Ausbau der ergänzenden kapitalgedeckten Altersvorsorge notwendig, sowie eine stärkere Nutzung der Renditechancen von Aktien beim Kapitalaufbau. Außerdem muss für einen planvollen nachhaltigen Abbau der durch die Corona-Krise entstandenen Schulden gesorgt werden. Für die Zeit, bis die Schulden zurückgezahlt wurden, sollte sich der Staat die aktuell extrem niedrigen Zinsen durch entsprechend lange Laufzeiten der emittierten Staatsanleihen sichern.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
6.7.2020 14:12 Uhr

INHALT

EINLEITUNG	2
DEMOGRAPHISCHE HERAUSFORDERUNG	2
Altersstrukturwandel	2
Rentenreformmaßnahmen	3
Weiterer Reformbedarf	3
PROBLEM NIEDRIGZINS	5
Niedrigzinsphase	6
Wegbrechender Zinseszinsseffekt	7
CORONA-KRISE	7
Von medizinischer zu Wirtschaftskrise	7
Schutzschild und Konjunkturpaket	8
WIRKUNGEN AUF DIE ALTERSVORSORGE	9
Verlängerung der Niedrigzinsphase	10
Drohende Überforderung des Bundeshaushalts	10
FAZIT	11
I. IMPRESSUM	13

Ersteller:
Michael Stappel, Economist

EINLEITUNG

Seit Monaten wird das politische Geschehen weltweit und in Deutschland vor allem von der Corona-Krise dominiert. Am Anfang standen Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie und schnelle Hilfen für Unternehmen, Selbstständige und private Haushalte im Vordergrund. Nach Lockerungen der teils einschneidenden Bestimmungen, die eine schwere Wirtschaftskrise ausgelöst haben, geht es aktuell um die Wiederankurbelung der Konjunktur. Die gewaltigen Ausmaße der Corona-Krise und der akute Handlungsbedarf haben andere Themen von der politischen Tagesordnung verdrängt. Das gilt auch für den Reformbedarf der Alterssicherung. Dabei erhöht sich der Handlungsdruck gerade durch die indirekten Folgen der Krise sowohl bei der gesetzlichen Rente als auch bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge.

Die Corona-Krise hat den Reformbedarf bei der Alterssicherung von der politischen Tagesordnung verdrängt

DEMOGRAPHISCHE HERAUSFORDERUNG

Altersstrukturwandel

Durch den demographischen Wandel hatte sich bereits vor der Corona-Krise Reformbedarf bei der Rente aufgestaut. So signalisiert die jüngste Bevölkerungsvorausschau des Statistischen Bundesamtes eine alternde Gesellschaft. In der mittleren Variante der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung, die von

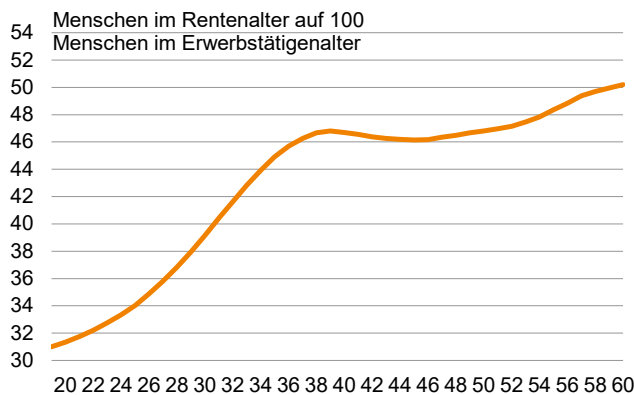
- » einer stabilen Geburtenziffer bei durchschnittlich 1,55 Kindern je Frau,
- » einem moderaten Anstieg der Lebenserwartung bei Geburt von Jungen auf 84,4 und von Mädchen auf 88,1 Jahre, sowie
- » einem durchschnittlichen positiven Außenwanderungssaldo von 221.000 Personen pro Jahr ausgeht,

dürfte die Einwohnerzahl Deutschlands bis 2060 um rund 5 Mio. Personen auf 78,2 Mio. sinken. Kommen heute noch durchschnittlich 31 Menschen im Alter von 67 Jahren und älter (Rentenalter) auf 100 Menschen im Alter von 20 bis 66 Jahren (Erwerbsalter), werden es 2060 über 50 sein. Dabei erfährt der Altersstrukturwandel den stärksten Schub in nicht einmal zehn Jahren, wenn die geburtenstarken Jahrgänge der 1960er Jahre allmählich in Rente gehen.

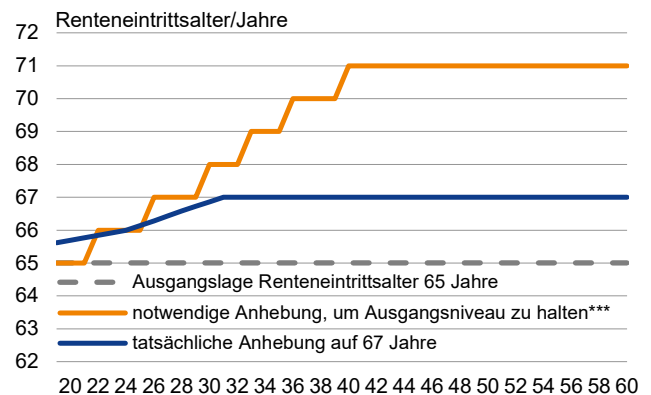
Die Bevölkerungsvorausschau des Statistischen Bundesamtes signalisiert eine alternde Gesellschaft

Den stärksten Schub erfährt der Altersstrukturwandel in nicht einmal zehn Jahren

STARKER ANSTIEG DES "ALTENQUOTIENTEN (67)"* BEREITS IN WENIGER ALS 10 JAHREN



WIE MÜSSTE DAS RENTENEINTRITTSALTER STEIGEN, UM DEN STATUS QUO ZU HALTEN**?



*Zahl der Menschen im Alter von 67 Jahren und älter (Rentenalter) auf 100 Menschen im Alter von 20 bis 66 Jahren (Erwerbstätigenalter). **Ausgangslage ist das ursprüngliche Renteneintrittsalter von 65 Jahren. Heute kommen 36 Menschen im Alter von 65 Jahren und älter auf 100 Menschen im Alter von 20 bis 64 Jahre. Um die Relation von 36 Menschen im Rentenalter auf 100 Menschen im Erwerbsalter zu halten, müsste unter den Bedingungen der Variante 2 der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung das Renteneintrittsalter rein rechnerisch bis 2040 auf 71 Jahre steigen und anschließend auf diesem Niveau bleiben. Tatsächlich wird das gesetzliche Renteneintrittsalter jahrgangsweise bis auf 67 Jahre ab 2031 (Jahrgang 1964) angehoben. ***Auf ganze Jahre gerundet. Quelle: Statistisches Bundesamt, Variante 2 der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung; DZ BANK.

Rentenreformmaßnahmen

Allerdings wird das gesetzliche Renteneintrittsalter der staatlichen Rentenversicherung (RV) erst noch jahrgangsweise auf 67 Jahre angehoben. Das ist die Konsequenz des RV-Altersgrenzenanpassungsgesetzes von 2007. Der letzte Jahrgang, der regulär noch mit 65 in Rente gehen konnte, war der Jahrgang 1946. Für nachfolgende Jahrgänge wurde das Renteneintrittsalter stufenweise um jeweils einen und ab Jahrgang 1959 um zwei Monate angehoben. Als erster Jahrgang mit einem gesetzlichen Rentenalter von 67 Jahren werden die 1964 Geborenen 2031 regulär in Rente gehen. Trotz des immer späteren Renteneintritts wird sich die Relation von Menschen im Rentenalter zu Menschen im Erwerbstätigenalter weiter verschlechtern. Ausgehend von der ursprünglichen Regelung (Renteneintritt mit 65) kommen aktuell 36 Menschen im Rentenalter (65 Jahre und älter) auf 100 Menschen im Erwerbsalter (20 bis 64 Jahre). Um diese Relation – also einen „Altenquotienten“ von 36 Prozent – zu halten, müsste unter den Bedingungen der Variante 2 der 14. Bevölkerungsvorausberechnung das Renteneintrittsalter rein rechnerisch bis 2040 auf 71 Jahre steigen und anschließend auf diesem Niveau bleiben (vgl. Abb. oben).

Das Altersgrenzenanpassungsgesetz und das RV-Nachhaltigkeitsgesetz von 2004 stellen die letzten größeren Reformschritte dar, die einen substanziellen Beitrag zur langfristigen Bewältigung des demographischen Wandels liefern. Mit dem Nachhaltigkeitsgesetz wurde u.a. ein Nachhaltigkeitsfaktor in die Rentenanpassungsformel eingebaut, über den bei der jährlichen Rentenanpassung auch die Entwicklung von Beitragszahlern und Rentnern berücksichtigt wird. Verschlechtert sich deren zahlenmäßiges Verhältnis, bremst das den Rentenanstieg ab.

Dagegen soll das jüngste Rentenpaket, das 2019 mit dem RV-Leistungsverbesserungs- und –Stabilisierungsgesetz verabschiedet wurde, lediglich bis 2025 für Sicherheit sorgen. Kernelement ist die „doppelte Haltelinie“, bestehend aus einer Untergrenze für das Rentenniveau von 48 Prozent (Haltelinie I) und einer Obergrenze für den RV-Beitragssatz von 20 Prozent (Haltelinie II). Maßstab für das Rentenniveau ist die Standardrente, die nach 45 Arbeitsjahren mit Durchschnittsverdienst erzielt wird. Die verfügbare Standardrente nach Abzug von Sozialbeiträgen darf nach dem Gesetz nicht unter 48 Prozent des Durchschnittsverdienstes sinken. Sollten die Rentenbeiträge bei einem auf 20 Prozent begrenztem Beitragssatz hierfür nicht ausreichen, werden zur Finanzierung der Haltelinie II zusätzliche Bundesmittel aus dem Staatshaushalt in die Rentenkasse gezahlt. Ein nachhaltiges Konzept, das dauerhaft für ein angemessenes und bezahlbares Rentenniveau sorgt, ist die doppelte Haltelinie des jüngsten Rentenpaketes nicht. Vorschläge, wie so ein Konzept aussehen könnte, soll die Kommission „Verlässlicher Generationenvertrag“ erarbeiten.

Weiterer Reformbedarf

Die langfristigen Perspektiven der gesetzlichen Rente bis 2070 hat die Deutsche Bundesbank 2019 in einem Mehrgenerationen-Modell simuliert. Die Berechnungen erfolgten auf Basis der mittleren Variante der Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes unter den Bedingungen der aktuellen Rechtslage. Untersucht wurde die Entwicklung der zentralen Stellgrößen Beitragssatz, Versorgungsniveau, Rentenalter sowie Zuschuss aus Bundesmitteln.

Der Beitragssatz für die gesetzliche Rentenversicherung ist immer dann anzuheben, wenn der Mindestumfang der Schwankungsreserve unterschritten würde. Bis 2025 ist der Anstieg durch die Haltelinie II auf 20 Prozent begrenzt. Danach würde der

Das gesetzliche Renteneintrittsalter wird über länger Zeit jahrgangsweise auf 67 Jahre angehoben

Der Nachhaltigkeitsfaktor in der Rentenanpassungsformel bremst den Rentenanstieg

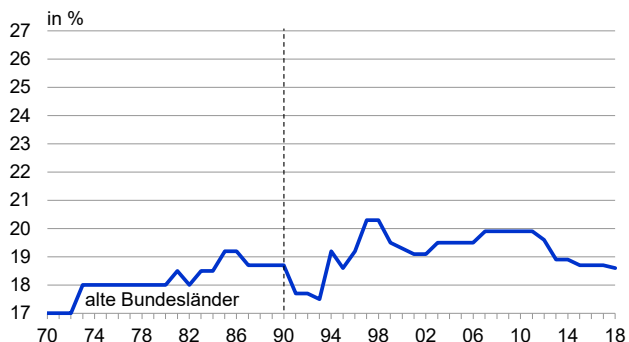
Die doppelte Haltelinie ist kein nachhaltiges Konzept, das für angemessene bezahlbare Renten sorgt

Die Bundesbank hat die langfristigen Perspektiven der Rente in einem Mehrgenerationen-Modell simuliert

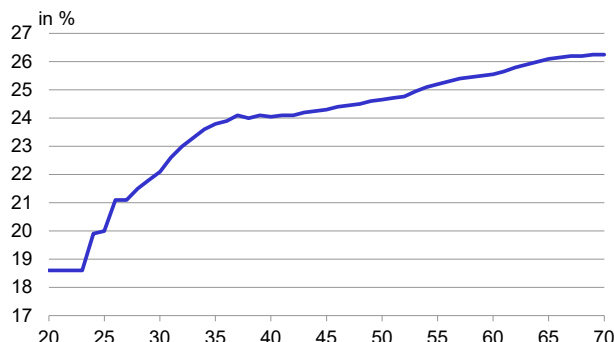
Der Beitragssatz für die Rentenversicherung dürfte bis 2070 kräftig steigen

Beitragssatz bis Ende der 2030er Jahre besonders stark steigen und 2070 gut 26 Prozent erreichen.

BISHERIGE ENTWICKLUNG DES BEITRAGSSATZES DER RENTEN-VERSICHERUNG



BEITRAGSSATZ DER RENTENVERSICHERUNG IN DER PROJEKTION DER BUNDESBANK

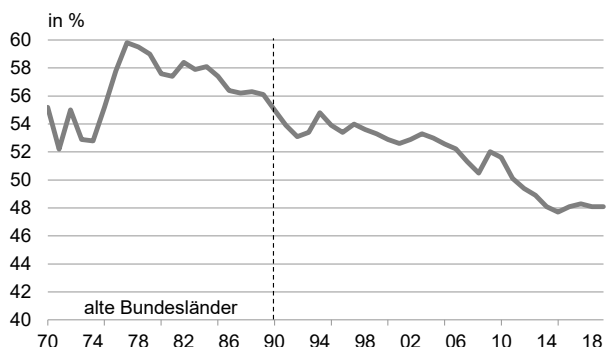


Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Bundesbank

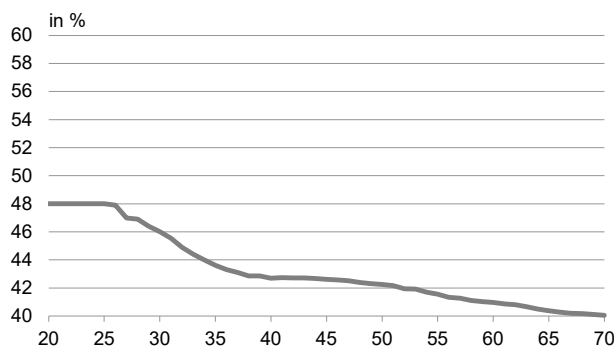
Die Entwicklung des Versorgungsniveaus der gesetzlichen Rente hängt insbesondere von den jährlichen Rentenanpassungen ab, die sich wiederum an der Entwicklung der Durchschnittslöhne orientieren. Allerdings bewirkt der Nachhaltigkeitsfaktor, dass der Rentenanstieg im Vergleich zur Lohnentwicklung gebremst wird und das Versorgungsniveau sinkt. Bis 2025 begrenzt die Haltelinie I den Rückgang des Rentenniveaus auf 48 Prozent. Danach sinkt das Versorgungsniveau im Modell der Bundesbank bis auf 40 Prozent im Jahr 2070. Der stärkste Rückgang ist nach 2025 bis Mitte der 2030er Jahre zu beobachten.

Das Renten-Versorgungsniveau dürfte bis 2070 auf nur noch 40 Prozent fallen

BISHERIGE ENTWICKLUNG DES VERSORGNISNIVEAUS* DER GESETZLICHEN RENTE



VERSORGNISNIVEAU* IN DER PROJEKTION DER BUNDESBANK



*gemessen an der verfügbaren Standardrente (nach 45 Arbeitsjahren mit Durchschnittsverdienst) nach Abzug von Sozialbeiträgen in Prozent des Durchschnittsverdienstes Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Bundesbank

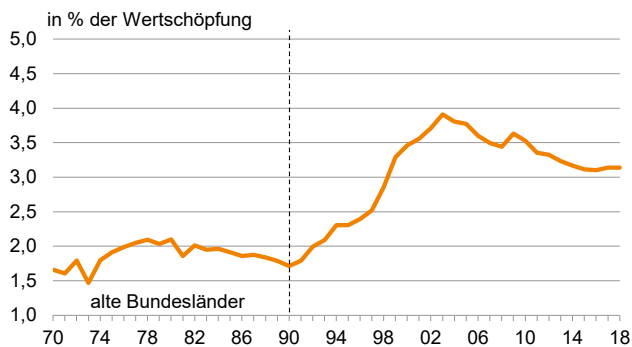
Im Modell wird die aktuelle gesetzliche Regelung unterstellt, nach der das Renteneintrittsalter, wie bereits skizziert, stufenweise auf 67 Jahre steigt. Bis 2031, wenn erstmals mit dem Jahrgang 1964 das Rentenalter von 67 erreicht wird, gelingt es noch, die zunehmende Lebenserwartung auszugleichen. Das bedeutet, dass sich die relative Rentenbezugsdauer, also das Verhältnis von Rentenbezugsdauer und Beitragsjahren bei regulärem Renteneintritt, nicht erhöht. Danach steigt die Belastung der Rentenversicherung stark an, weil die Rentenbezugsdauer mit der steigenden Lebenserwartung zunimmt, ohne dass länger Beiträge eingezahlt werden.

Nur bis 2031 gelingt es, die steigende Lebenserwartung durch die Anhebung des Renteneintritts auf 67 zu kompensieren

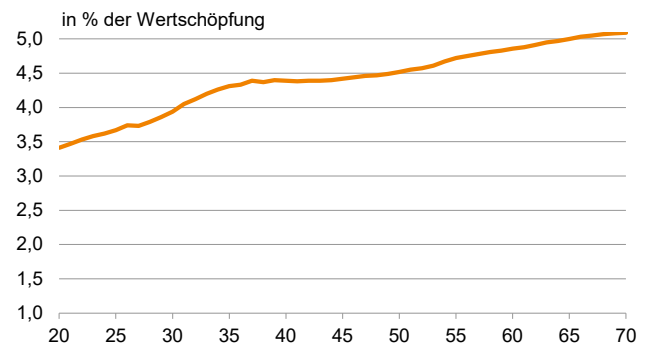
Der notwendige Anstieg der Zuschüsse aus Bundesmitteln für die Rentenversicherung hängt u.a. von Entwicklungen der Pro-Kopf-Löhne, des Beitragssatzes sowie der Zahl der Beitragszahler und Rentenbezieher ab. Im Modell der Bundesbank wachsen die Bundesmittel deutlich stärker als die gesamtwirtschaftlichen Bemessungsgrundlagen von Beitrags- und Steuereinnahmen. Das hängt vor allem damit zusammen, dass sich die Rentenanhebungen am Anstieg der Pro-Kopf-Löhne orientieren, während durch den demographischen Wandel die Zahl der Beitragszahler sinkt und die der Rentenbezieher steigt. Um die hieraus resultierenden Belastungen greifbar zu machen, verwendet die Bundesbank die Bruttowertschöpfung als aggregierten Indikator für die Steuerbasis. In der Simulation steigen die Zuschüsse für die Rentenversicherung aus Bundesmitteln von derzeit jährlich gut 3 Prozent auf über 5 Prozent der Wertschöpfung im Jahr 2070. Der sich hieraus ergebende jährliche Mehrbedarf entspricht 4,5 Prozentpunkte des Umsatzsteuerregelsatzes.

Die notwendigen Zuschüsse aus Bundesmitteln dürften bis 2070 auf 5 Prozent der Wertschöpfung steigen

ZUSCHÜSSE AUS BUNDESMITTELN* FÜR DIE RENTENVERSICHERUNG



BUNDESMITTEL* IN DER PROJEKTION DER BUNDESBANK



*Bundesmittel insgesamt (allgemeiner Bundeszuschuss, zusätzlicher Bundeszuschuss sowie alle weiteren Bundesmittel, wie z.B. Erstattungen bestimmter Leistungen) Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Bundesbank

Vor allem der stark steigende Beitragssatz und die immer größeren Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt, die notwendig werden würden, um die Rente einer alternden Gesellschaft zu finanzieren, verdeutlichen den dringenden Handlungsbedarf bei der gesetzlichen Rente.

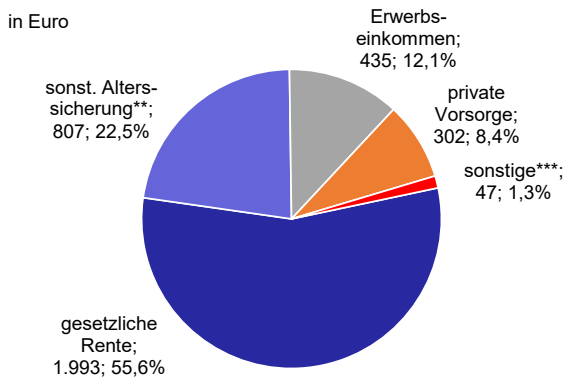
PROBLEM NIEDRIGZINS

Die gesetzliche Rente macht den Hauptteil der Einkünfte der Rentnergeneration in Deutschland aus. Dadurch, dass die Rentenversicherung als Umlageverfahren organisiert ist, stellt der demographische Wandel, wie oben skizziert, die alles dominierende Herausforderung für das System dar.

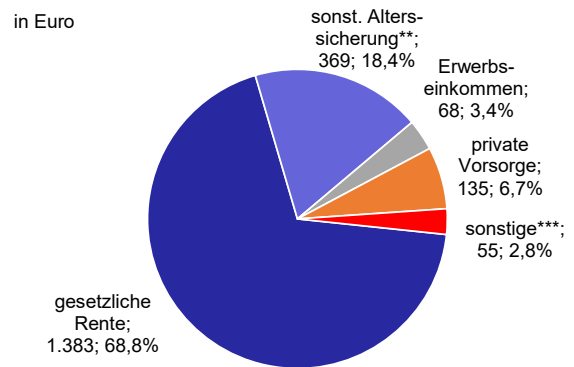
Dagegen entwickelt sich die inzwischen schon sehr lang anhaltende Phase extrem niedriger, teils negativer Zinsen zunehmend zum Problem für kapitalgedeckte Vorsorgevarianten. Das betrifft vor allem die private Vorsorge, z.B. in Form von Lebensversicherungen, und entsprechende Varianten der betrieblichen Altersversorgung.

Die anhaltende Niedrigzinsphase entwickelt sich zum Problem für die kapitalgedeckte Altersvorsorge

**DURCHSCHNITTSEINKOMMEN AB 65 JAHRE IN DEUTSCHLAND 2020*
EHEPAARE**



ALLEINSTEHENDE



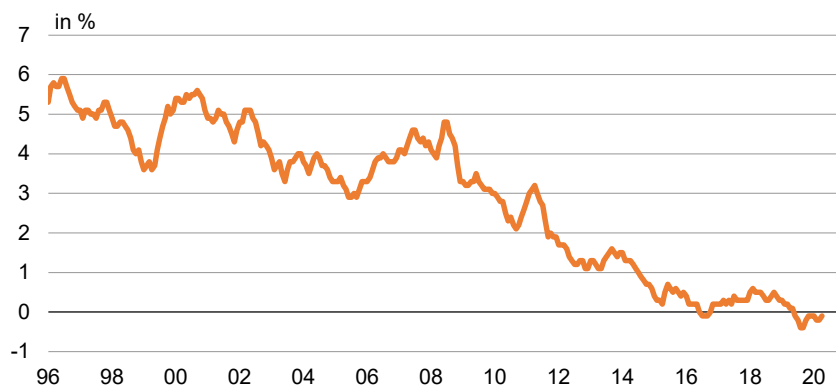
*geschätzt **Beamtenversorgung, betriebliche Altersversorgung, Zusatzversorgung öffentlicher Dienst, berufsständische Versorgung, Alterssicherung der Landwirte ***sonstige Renten und Transferleistungen Quellen: Alterssicherungsbericht 2016, Statistisches Bundesamt, DZ BANK

Niedrigzinsphase

Bereits vor rund zehn Jahren schwenkte die Zinslandschaft in Richtung Niedrigzinsphase ein. Lag die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland im Juli 2008 noch bei 4,8 Prozent, ging sie danach tendenziell immer weiter zurück, bis 2016 erstmals sogar eine negative Durchschnittsrendite registriert werden musste. Begleitet wurde die Entwicklung von der EZB, die im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise die Leitzinsen auf historische Tiefstände senkte. So fiel der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte innerhalb von nur acht Monaten um 3,25 Prozentpunkte auf 1,0 Prozent ab Mai 2009. Heute stellt die Europäische Zentralbank den Geschäftsbanken die Mittel sogar zum Nulltarif bereit und für das Parken von Überschussliquidität müssen die Kreditinstitute der EZB Zinsen zahlen.

Bereits vor rund zehn Jahren schwenkte die Zinslandschaft in Richtung Niedrigzinsphase ein

UMLAUFSRENDITE* IN DEUTSCHLAND



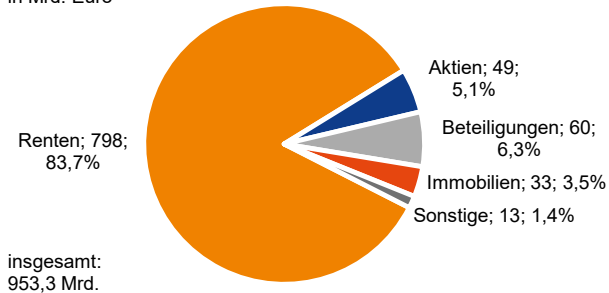
*inländischer Inhaberschuldverschreibungen; Monatsdurchschnitte Quelle: Bundesbank

Der hartnäckige massive Zinsrückgang belastet die kapitalgedeckte Altersvorsorge, die aus Vorsicht und teils aufgrund rechtlicher Rahmenbedingungen vor allem auf Renten setzt. Das zeigt sich beispielsweise bei den Lebensversicherungen, deren Kapitalanlagen zu fast 84 Prozent aus unterschiedlichen Rentenwerten bestehen. Dagegen spielen Aktien mit gut 5 Prozent eine nur untergeordnete Rolle.

Die kapitalgedeckte Altersvorsorge setzt vor allem auf Rentenpapiere

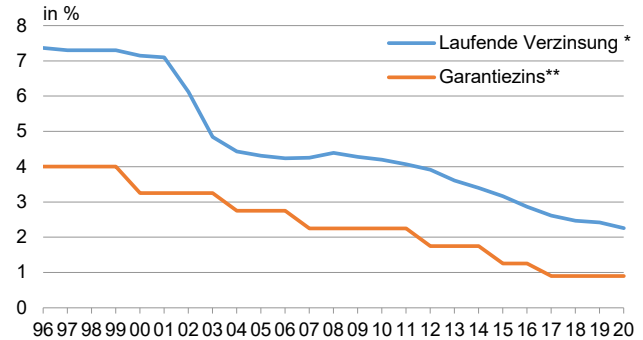
STRUKTUR DER KAPITALANLAGEN DER LEBENSVERSICHERER

30.09.2019
in Mrd. Euro



Quelle: GDV

VERZINSUNG BEI LEBENSVERSICHERERN IN DEUTSCHLAND



*Durchschnitt, klassische Rentenversicherung **jeweils am Jahresende
Quellen: GDV, Assekurata

Wegbrechender Zinseszineffekt

Dementsprechend schlägt sich die Niedrigzinsphase spürbar in der durchschnittlichen laufenden Verzinsung von Lebensversicherungen nieder. Lag diese in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre noch bei über 7 Prozent, ist sie zuletzt auf nur noch gut 2 Prozent gefallen. Gleichzeitig wurde der Garantiezins von 4,0 auf 0,9 Prozent sei 2017 gesenkt. Und er könnte weiter zurückgehen. So hat die Deutsche Aktuarvereinigung (DAV) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Ende Dezember eine Absenkung auf 0,5 Prozent empfohlen. Abhängig von der weiteren Entwicklung könnte der Garantiezins von der BaFin im kommenden Jahr sogar noch niedriger als empfohlen festgesetzt werden.

Durch die langanhaltende Extrem-Niedrigzinsphase, die bei sicheren Rentenpapieren wie Bundesanleihen längst eine Negativzinsphase ist, ist der Zinseszineffekt als wichtiges Standbein dieser Form der Altersvorsorge weitgehend weggebrochen. Je länger die Niedrigzinsphase andauert, desto schmerzhafter werde die fehlenden Zinseinnahmen beim Aufbau des Alterssicherungsvermögens vermisst. Gleichzeitig zwingt das die privaten Haushalte, einen höheren Teil ihres verfügbaren Einkommens für das Alter zu sparen, wenn sie weiterhin das ursprünglich angestrebte Vorsorgenniveau erreichen möchten.

CORONA-KRISE

Durch die Corona-Krise drohen sich die skizzierten Herausforderungen für die Altersvorsorge in Deutschland noch zu verstärken.

Von medizinischer zu Wirtschaftskrise

Bereits kurze Zeit nach Ausbruch des Corona-Virus in China entwickelte sich die Epidemie zur globalen Pandemie, die sich anfangs auch schnell in Deutschland ausbreitete. Abgeschreckt von Bildern eines überforderten Gesundheitssystems in Norditalien wurde auch hierzulande ein weitreichender Lockdown verhängt mit der Schließung von Schulen, Kitas, Gaststätten, vielen Einzelhandelsgeschäften sowie persönlichen Dienstleistungen wie Friseure. Hinzu kamen Ausgangsbeschränkungen, Mindestabstände zwischen Personen und später die Maskenpflicht in vielen Bereichen. Obwohl sich bisher rund 200.000 Menschen mit dem Virus infizierten und rund 9.000 Tote zu beklagen sind, kann der in Deutschland beschrittene Weg als er-

Die Niedrigzinsphase schlägt sich spürbar in der laufenden Verzinsung von Lebensversicherungen nieder

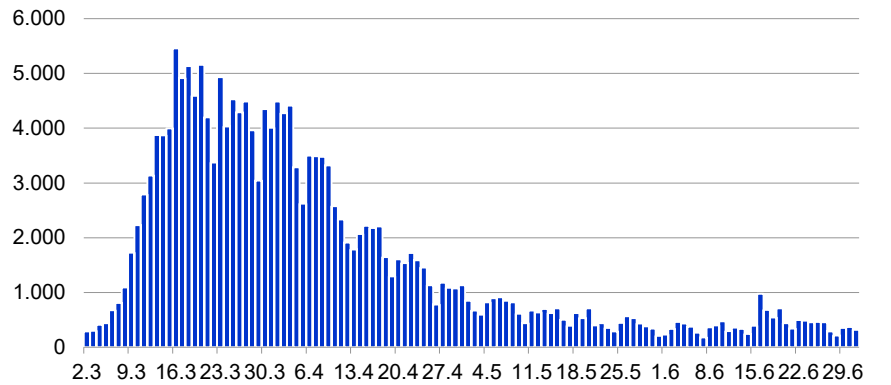
Mit dem Zinseszineffekt ist ein wichtiges Standbein der kapitalgedeckten Altersvorsorge weitgehend weggebrochen

Die Corona-Pandemie erforderte einen weitreichenden Lockdown

folgreich bewertet werden. So ist es gelungen, die Welle, die Mitte März mit fast 5.500 Neuinfizierten an einem Tag ihren Höhepunkt erreichte, vergleichsweise flach zu halten. Das im internationalen Vergleich gut ausgebaute Gesundheitssystem, das kurzfristig um zusätzliche Intensivbetten erweitert wurde, ermöglichte eine gute medizinische Versorgung aller Erkrankten. Inzwischen hat sich die Infektionswelle stark abgeflacht, so dass nach und nach Lockerungen des Lockdowns möglich wurden.

Inzwischen hat sich die Infektionswelle stark abgeflacht

ZAHL TÄGLICH NEU ERKRANKTER COVID-19-FÄLLE IN DEUTSCHLAND 2020



Quelle: RKI, Stand 06.07.2020

In der Wirtschaft bewirkten die Pandemie und vor allem die zur ihrer Bekämpfung ergriffenen Maßnahmen weltweit starke Einbrüche. Obwohl die ökonomischen Folgen der Corona-Krise in Deutschland erst im März einsetzten, fiel das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal um 2,3 Prozent niedriger aus als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Im zweiten Quartal dürfte der Einbruch noch drastischer ausfallen. Verantwortlich dafür sind nicht nur die Laden- und Grenzschließungen, die den privaten Konsum und die Touristikbranche stark belasteten, sondern auch abreißen- de Lieferketten, die Teile der Industrie lahmlegten. Betroffen sind insbesondere die Autohersteller und deren Zulieferer, auch weil private Haushalte durch die Unsicherheit vom Kauf eines neuen Fahrzeugs absehen und viele Unternehmen vor Investitionen zurückschrecken. Als exportstarke Volkswirtschaft leidet Deutschland auch unter dem Wirtschaftseinbruch in anderen Ländern.

Die Corona-Pandemie hat eine globale Wirtschaftskrise ausgelöst

Als exportstarke Volkswirtschaft leidet Deutschland auch unter dem Einbruch in anderen Ländern

Schutzschild und Konjunkturpaket

Unter dem Titel „Corona-Schutzschild für Deutschland“ hat die Bundesregierung bereits früh in der Krise ein umfassendes Hilfspaket historischen Ausmaßes geschnürt. Ziel war es, die Gesundheit der Bürger zu schützen sowie Arbeitsplätze und Unternehmen zu sichern. Neben Mitteln zur Stärkung des Gesundheitssystems und finanziellen Hilfen für Familien mit Kindern, kleine Unternehmen, Selbstständige und Freiberufler umfasste das Paket auch steuerliche Hilfsmaßnahmen sowie Instrumente der Beschäftigungssicherung, wie eine großzügigere Kurzarbeit. Nachdem es gelungen war, die Pandemie zu begrenzen, hat die Regierung ein „Konjunktur- und Zukunftspaket“ auf den Weg gebracht mit den Kernelementen Senkung der Mehrwertsteuer, Kinderbonus und neuen Hilfen für kleine und mittlere Unternehmen.

Die Bundesregierung hat „Corona-Schutzschild“ mit ersten Hilfen und zuletzt ein „Konjunktur- und Zukunftspaket“ auf den Weg gebracht

Die beiden Maßnahmenbündel machten zwei Nachtragshaushalte im Gesamtausgabenvolumen von 147,3 Mrd. Euro für 2020 notwendig. Der Bundeshaushalt sieht nun Einnahmen und Ausgaben in Höhe von 509,3 Mrd. Euro vor anstatt 362,0 Mrd. Euro. Die Ausgaben für Investitionen steigen auf 71,8 Mrd. Euro. Zur Finanzierung der

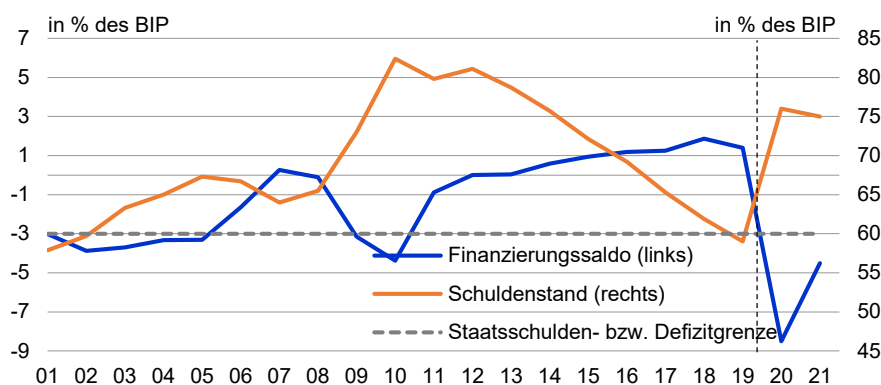
Die Corona-Maßnahmen erfordern 2020 Kredite über 218,5 Mrd. Euro

enormen Belastungen dürften in diesem Jahr Kredite über 218,5 Mrd. Euro aufgenommen werden.

Konnte der gesamte Staat im letzten Jahr nach Maastricht-Kriterien noch einen positiven Budgetsaldo von 1,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aufweisen, bricht er in diesem Jahr auf voraussichtlich -8,5 Prozent ein. Die Staatsschulden steigen von 59 Prozent auf voraussichtlich 76 Prozent des BIP. Damit werden nicht nur die Maastricht-Kriterien verfehlt. Es baut sich vor allem ein großer Schuldenberg auf, der sich selbst bei großer Haushaltsdisziplin nur langsam wieder abbauen lässt. Die Pläne der Bundesregierung sehen eine Rückzahlung ab 2023 über einen Zeitraum von 20 Jahren vor.

Der Corona-bedingte Schuldenberg lässt sich auch bei großer Haushaltsdisziplin nur langsam abbauen

FINANZIERUNGSSALDO UND SCHULDENSTAND DES GESAMTSTAATES*



*gemäß Maastricht-Abgrenzung

Quellen: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Prognose DZ BANK

WIRKUNGEN AUF DIE ALTERSVORSORGE

Bisher ist es gelungen, die Ausbreitung des Corona-Virus in Deutschland in Grenzen zu halten. Die Zahl der Infizierten und Verstorbenen fällt im internationalen Vergleich und in Relation zur Gesamtbevölkerung niedrig aus. Dadurch war das gut ausgebaute deutsche Gesundheitssystem jederzeit in der Lage, eine gute medizinische Versorgung für Betroffene sicherzustellen. Gleichzeitig blieben die direkten Auswirkungen der Pandemie auf die Altersvorsorgesysteme begrenzt.

Die direkten Auswirkungen der Pandemie auf die Altersvorsorgesysteme blieben bisher begrenzt

Direkte Auswirkungen auf die Altersvorsorge ergeben sich eher aus der ökonomischen Corona-Krise:

- » Die Krise ließ die Kurzarbeit stark ansteigen und die Arbeitslosigkeit wächst. Allerdings werden für Kurzarbeiter die Rentenversicherungsbeiträge größtenteils weiter entrichtet, so dass sich Kurzarbeit in den späteren Rentenansprüchen kaum bemerkbar macht. Je nach Dauer der Zeit, in der keine Rentenversicherungsbeiträge entrichtet werden, sind Arbeitslose stärker betroffen. Allerdings wird der Anstieg der Arbeitslosigkeit durch eine verbesserte Kurzarbeiter-Regelung stark abgebremst.
- » Viele Unternehmen geraten durch die Krise unter Druck und sind zum Stellenabbau gezwungen. Dieser wird häufig mit Vorruhestandsprogrammen für ältere Arbeitnehmer und Einstellungsstopps begleitet. Aktuell dauert es bei jungen Menschen oft länger, bis sie nach ihrer Ausbildung im Arbeitsmarkt Fuß fassen und mit der Altersvorsorge beginnen können. Auch für Vorruheständler verkürzt

Kurzarbeit verhindert größere Beitragsausfälle bei der Rentenversicherung

Vorruhestand und Einstellungsstopps verkürzen Beitragszeiten

sich i.d.R. die Phase, in der Beiträge für die Rentenversicherung und private Vorsorge entrichtet werden. Aus Perspektive der gesetzlichen Rentenversicherung bedeutet das aktuell geringere Beitragseinnahmen. Allerdings sind damit später etwas niedrigere Rentenansprüche der Versicherten verbunden.

- » Besonders stark von der Corona-Krise sind Selbständige betroffen, die im Zusammenhang mit dem Lockdown ihre Läden schließen und Betriebe ruhen lassen mussten. Trotz staatlicher Hilfen sahen sich viel gezwungen, mit dem Aufbau der Altersvorsorge zu pausieren oder gar auf Reserven zurückzugreifen, die eigentlich für den Ruhestand vorgesehen waren.

Insgesamt dürften sich die direkten Auswirkungen der Corona-Krise auf die Rente jedoch in Grenzen halten. Allerdings ist mit erheblichen indirekten Folgen für die Altersvorsorgesysteme in Deutschland zu rechnen. Dazu gehören die „Verlängerung“ der Niedrigzinsphase sowie eine drohende Überforderung des Bundeshaushalts:

Verlängerung der Niedrigzinsphase

Zentralbanken haben auf die Corona-Krise mit Lockerungen der Geldpolitik reagiert. So hat die EZB im März ein spezielles Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) beschlossen, um die Wirtschaft während ihres schrittweisen Wiederhochfahrens zu unterstützen und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Im Juni wurde das Programm um 600 Mrd. Euro auf insgesamt 1.350 Mrd. Euro aufgestockt. Auch die Fed kauft in bisher ungekanntem Ausmaß Wertpapiere und hat den Leitzins auf einen Korridor von 0 bis 0,25 Prozent gesenkt.

Die Corona-bedingte Geldpolitik der Zentralbanken verschiebt einen möglichen signifikanten Anstieg des Zinsniveaus weiter in die Zukunft. Wie lange ein Festhalten an einer lockeren Geldpolitik notwendig sein wird, lässt sich derzeit kaum abschätzen. Doch je länger die Niedrigzinsphase andauert, desto stärker macht sich das weitgehende Ausbleiben des Zinseszins effekts beim Altersvorsorge-Kapital bemerkbar. Gerade für Menschen im mittleren Alter, die bereits einen gewissen Kapitalstock geschaffen haben, aber noch lange nicht in Ruhestand gehen, ist der weitgehende Ausfall der Verzinsung besonders schmerzlich.

Drohende Überforderung des Bundeshaushalts

Dagegen dürften sich die Staaten über die anhaltend niedrigen Zinsen freuen. Das gilt insbesondere für die Bundesrepublik Deutschland, die sich dank ihres sehr guten Ratings sogar zu Negativzinsen verschulden kann. Das erleichtert die Rückzahlung der Corona-bedingten Schulden.

Bei langfristiger Perspektive sind jedoch starke Belastungen öffentlicher Haushalte abzusehen, die den politischen Handlungsspielraum stark einengen. Dazu zählen:

- » Mittel für Investitionen in Digitalisierung und Klimaschutz,
- » steigende Ausgaben einer alternden Gesellschaft für Krankheit und Pflege, und
- » eine langfristig steigende Zinslast des Staates.

Der bereits in den 1990er Jahren einsetzende nachhaltige Rückgang des Zinsniveaus wird teils mit den Babyboomern in den Industrieländern erklärt: Die betreiben aufgrund der demographischen Herausforderungen verstärkt Altersvorsorge, sparen mehr und erhöhen so das Kapitalangebot. Wenn diese Generation in rund zehn Jahren allmählich beginnt, in Ruhestand zu gehen, dürften sich die Wirkungen aufs Zinsniveau umkehren. Der individuell aufgebaute Vorsorgekapitalstock wird dann

Vom Lockdown betroffene Selbstständige pausieren häufig mit dem Aufbau der Altersvorsorge

Insgesamt dürften sich die direkten Auswirkungen der Corona-Krise auf die Rente in Grenzen halten

Zentralbanken haben auf die Corona-Krise mit Lockerungen der Geldpolitik reagiert

Je länger die Niedrigzinsphase dauert, desto stärker macht sich der fehlende Zinseszins effekt bemerkbar

Bei langfristiger Perspektive sind starke Belastungen öffentlicher Haushalte abzusehen

Durch die Belastungen für den Staatshaushalt bliebe kaum Raum für wachsende Bundeszuschüsse für die Rentenkasse

nach und nach wieder abgebaut. Das Entsparen der geburtenstarken Jahrgänge wirkt verknappend auf das Kapitalangebot und könnte das Zinsniveau nachhaltig steigen lassen. Für Staaten mit noch hohen Schulden aus der Corona-Zeit oder davor würden die Zinsausgaben stark steigen. Durch die skizzierten Belastungen für den Staatshaushalt bliebe kaum Raum für wachsende Bundeszuschüsse für die Rentenkasse. Das gilt vor allem auch angesichts:

- » jährlicher Bundeszuschüsse, die unter den aktuellen Bestimmungen langfristig schneller wachsen würden als die Wertschöpfung der Volkswirtschaft, und
- » des Gewichts der Rentenversicherung, die mit ihren Ausgaben die Ausgaben des Bundeshaushalts vor der Corona-Krise übersteigt, wenn man die Bundeszuschüsse für die Rentenkasse herausrechnet.

Die Rentenausgaben übersteigen den Bundeshaushalt, wenn man die Zuschüsse für die Rente abzieht

FAZIT

Glücklicherweise ist es bisher gut gelungen, den Ausbruch der Corona-Pandemie in Deutschland zu begrenzen. Im internationalen Vergleich fällt die Zahl der Infizierten und vor allem auch die der Verstorbenen niedrig aus. Auch die direkten Auswirkungen der medizinischen und ökonomischen Corona-Krise auf die Rente dürften nach derzeitigem Stand begrenzt bleiben.

Trotzdem erhöht die Corona-Krise den Druck auf die Altersvorsorge. Das betrifft die als Umlageverfahren organisierte gesetzliche Rente. Hier bestand bereits vor Corona aufgestauter Reformbedarf. Zwar bremst der Nachhaltigkeitsfaktor in der Rentenformel das Versorgungsniveau etwas ab. Trotzdem dürften die Ausgaben bis 2070 spürbar schneller steigen als die Wertschöpfung in Deutschland. Finanziert werden müsste das nach derzeitiger Rechtslage durch einen immer weiter steigenden Beitragssatz und vor allem durch stark wachsende Bundeszuschüsse. Die Lasten des demographischen Wandels wären so vor allem von den Jüngeren zu tragen – über Beträge und Steuern. Allein durch die immer höheren Bundeszuschüsse, die zur Finanzierung der Rente notwendig werden würden, besteht langfristig die Gefahr einer Überforderung des Bundeshaushalts. Und jetzt kommt durch die Corona-Krise noch ein gewaltiger Schuldenberg dazu, den es nach den Plänen der Bundesregierung ab 2023 in 20 Jahren abzubauen gilt.

Die demographischen Lasten wären vor allem von den Jüngeren zu tragen – über Beträge und Steuern

Aber auch kapitalgedeckte Varianten der Altersvorsorge leiden unter den indirekten Folgen der Krise. Das betrifft die Corona-bedingte Lockerung der Geldpolitik mit Zinssenkungen und Wertpapier-Kaufprogrammen von gigantischem Ausmaß. Sie lässt die Zinsen sinken bzw. hält sie für längere Zeit extrem niedrig. Dabei leiden Lebensversicherungen und Pensionskassen schon seit Langem unter der anhaltenden Niedrigzinsphase. Je länger diese andauert, desto stärker macht sich das weitgehende Ausbleiben des Zinseszins effekts beim Altersvorsorge-Kapital schmerzlich bemerkbar.

Je länger Niedrigzinsphase dauert, desto stärker macht sich der fehlende Zinseszins effekt beim Altersvorsorge-Kapitalaufbau bemerkbar

Die Corona-Krise verstärkt den Handlungsdruck bei der Altersvorsorge. Sinnvolle Maßnahmen könnten sein:

Sinnvolle Maßnahmen im Zusammenhang mit der Altersvorsorge:

- » Eine Rentenreform, die eine nachhaltige Finanzierbarkeit der gesetzlichen Rente ermöglicht und vor allem den Anstieg der notwendigen Bundeszuschüsse begrenzt. Ein sinnvolles Instrument könnte in diesem Zusammenhang eine Flexibilisierung des Renteneintrittsalters sein, das regelmäßig an Veränderungen der Altersstruktur der Gesellschaft und die steigende Lebenserwartung der Menschen angepasst wird.

- eine Flexibilisierung des Renteneintrittsalters

-
- » Darüber hinaus wären Anreize für einen Ausbau der ergänzenden kapitalgedeckten Altersvorsorge notwendig – insbesondere, weil das Versorgungsniveau der gesetzlichen Rente im Laufe der Zeit immer weiter sinkt. Dabei gilt es möglichst breite Bevölkerungsschichten zum Sparen für das Alter zu animieren und gleichzeitig für einen höheren Aktienanteil zu sorgen. Bisher ist die Altersvorsorge in Deutschland stark auf die gesetzliche Rente ausgerichtet. Das macht das System anfällig für demographischer Herausforderungen. Ziel sollte daher ein besserer Mix der Altersvorsorge sein mit einem höheren Gewicht kapitalgedeckter Varianten und einer besseren Nutzung der Renditechancen bei Aktien.
 - ein Ausbau der ergänzenden kapitalgedeckten Altersvorsorge
 - eine bessere Nutzung der Renditechancen von Aktien

 - » Außerdem muss für einen planvollen nachhaltigen Abbau der durch die Corona-Krise entstandenen Schulden gesorgt werden. Für die Zeit, bis die Schulden zurückgezahlt wurden, sollte sich der Staat die aktuell extrem niedrigen Zinsen durch entsprechend lange Laufzeiten der emittierten Staatsanleihen sichern.
 - ein planvoller nachhaltiger Abbau der durch die Corona-Krise entstandenen Schulden

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

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2020 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**.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser 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 Aktualisierung 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 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-Information 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. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

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.

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

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

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

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf 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 weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder

gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb 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 Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

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

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

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die

DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften

oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

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

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

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

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