

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#3
September 2021

Zurück auf null

Europa auf dem ehrgeizigen Weg zur Klimaneutralität



Inhalt

AUSGABE #3 / 2021



IM FOKUS

Zurück auf null

Europa auf dem ehrgeizigen Weg zur Klimaneutralität

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Besser gemischt

Rekorde auch beim DAX, doch die Volatilität dürfte zunehmen

Seite 8



ANLAGESTRATEGIE

Die Klumpenfrage

Ist der MSCI-World-Index ein gutes Investment?

Seite 11



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Space Race 2.0

Hat der Weltraumtourismus eine Zukunft?

Seite 15



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 19



WUSSTEN SIE SCHON?

Grün Ding will Weile haben

Die klimafreundliche Transformation von Immobilien
benötigt Jahrzehnte

Seite 24



WAS IST EIGENTLICH

Grüner Stahl?

Und warum der Wandel dahin nicht mehr
aufzuhalten ist

Seite 28



THINK-TANK

Das Spielfeld neu definiert

CO₂-Grenzausgleich soll EU-Emissionspolitik abstecken

Seite 33



GLOSSE

Wir sind alle Klimasünder

Diogenes und das CO₂-Problem

Seite 35

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 37

Das besondere Fitness- programm

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

der Klimawandel ist eine der größten Herausforderungen unserer Zeit. Eine entsprechend gewichtige Rolle spielt die Klimapolitik auch hierzulande, nicht nur im Bundestagswahlkampf. Je nach Partei unterscheiden sich zwar die vorgeschlagenen Strategien zur CO₂-Vermeidung; hinsichtlich des Fernziels einer emissionsfreien Wirtschaft ist man sich jedoch einig.

Dabei ist die Frage des richtigen Weges alles andere als eine triviale. Vor allem auch, da erhebliche Kosten anfallen werden, die wohl nicht alle nach dem Verursacherprinzip verteilt werden können. Gleichzeitig drängt die Zeit, zumal laut des jüngsten Weltklimaberichts die Erderwärmung sehr viel schneller voranschreitet als bislang prognostiziert: Legt man die derzeitige Entwicklung zugrunde, würde sich die Erde im Vergleich zum vorindustriellen Zeitalter bis zum Jahr 2030 um 1,5 Grad Celsius erwärmen. Umso wichtiger ist es, jetzt Maßnahmen zu ergreifen, um die „1,5-Grad-Grenze“ bis zum Ende des Jahrhunderts auszuweiten. So wurde es auf der Pariser Klimakonferenz 2015 verabschiedet.

Hierzu hat sich die EU einem ehrgeizigen Ziel verschrieben und will Europa bis zum Jahr 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent machen. In einem ersten Schritt sollen die klimaschädlichen Emissionen bis zum Jahr 2030 um 55% gegenüber dem Stand von 1990 gesenkt werden. Die dafür notwendigen Maßnahmen sind in der EU-Initiative „Fit for 55“ festgeschrieben und darauf ausgerichtet, die Politik in der EU grundlegend umzugestalten – insbesondere in den Bereichen Klima, Energie, Verkehr sowie Landnutzung und Steuern.

Dies wird weitreichende Folgen haben – sowohl für die Mitgliedsstaaten als auch für deren Bürger und vor allem für die Wirtschaft. Deshalb haben wir uns in der vorliegenden Friedrich-Ausgabe dem Thema „Fit for 55“ von verschiedenen Seiten genähert. Darüber hinaus werfen wir einen Blick auf das gegenwärtige Marktgeschehen: Wie steht es um den MSCI-World-Index? Was hat es mit dem neuen DAX 40 auf sich? Und wir gehen der Frage nach, ob der Weltraumtourismus eine Zukunft hat. Bleibt nur noch zu sagen: Ich wünsche eine anregende Lektüre.

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



IM FOKUS

Thorsten Lange, Economist & Tanja Pecher, Redaktion

Nach neuesten Erkenntnissen vollzieht sich der Klimawandel viel schneller als bislang von Experten prognostiziert. Um zu retten, was noch zu retten ist, geht Europa voran und setzt alles daran, bis 2050 klimaneutral zu werden. Gradmesser werden die Erfolge bis 2030 sein.

Mittlerweile sind selbst hierzulande die Auswirkungen des Klimawandels sichtbar: Statt durch üppige Fichtenbestände führt ein Waldspaziergang an abgeholzten Hängen und gewaltigen Holzlagern vorbei. Hitze und Trockenheit laugt die Bäume aus, der Borkenkäfer gibt ihnen den Rest. Auch den Menschen macht die Hitze zunehmend zu schaffen. Von den zehn Jahren mit den meisten Hitzetagen (über 30 Grad Celsius) seit 1950 fallen allein sechs in den Zeitraum von 2010 bis 2020. Ein weiteres Phänomen ist der immer häufiger lokal auftretende Starkregen, der binnen weniger Minuten ganze Ortschaften überfluten kann. Anfang Juni sorgte Tief „Olger“ für Unwetter und ergiebige Regenfälle, die mit lokalen Überschwemmungen und vollgelaufenen Kellern noch vergleichsweise harmlos ausfielen. Weit darüber hinaus geht das Schadensausmaß von Tief „Bernd“, das im Juli Teile von Westdeutschland unter Wasser setzte. In den überspülten Ortschaften waren zahlreiche Todesopfer zu beklagen, wurden Gebäude vollständig zerstört und nahmen Straßen und Brücken erheblichen Schaden. In Teilen Südeuropas dagegen war es das Zusammenspiel von anhaltender Trockenheit, Rekordtemperaturen von über 40 Grad und starkem Wind, das verheerende Waldbrände entfachte.

Zwei neue Gewissheiten, ein Weckruf

Dass wir mitten im Klimawandel stecken, bestätigt auch der am 9. August 2021 vom Weltklimarat IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) vorgelegte Sachstandsbericht. Angesichts einer verbesserten Datenlage und präziserer Modellierungen schafft der neue Klimabericht gleich noch zwei Gewissheiten: Die Erderwärmung ist nicht nur menschengemacht, sondern vollzieht sich auch weitaus schneller als bisher angenommen. Legt man die derzeitige Entwicklung zugrunde, würde sich die Erde im Vergleich zum vorindustriellen Zeitalter bis zum Jahr 2030 um 1,5 Grad Celsius erwärmen – zehn Jahre früher als noch 2018 prognostiziert.

Umso dringlicher ist es, die 1,5-Grad-Grenze bis zum Ende des Jahrhunderts auszudehnen, wie es auf der Pariser Klimakonferenz 2015 verabschiedet wurde. Viel Spielraum besteht nicht. Denn von den fünf wissenschaftlich ausgewerteten Klimaszenarien ist nur jenes erfolgversprechend, das den sofortigen Klimaschutz voraussetzt: Dazu müssten wir bis 2050 klimaneutral leben und wirtschaften und danach sogar noch CO₂ aus der Atmosphäre zurückholen (negative Emissionen). Nur in diesem Szenario könnte der Temperaturanstieg bis zum Jahr 2100 auf etwa 1,5 Grad begrenzt werden. Machen wir dagegen so weiter wie bisher, sind 5,7 Grad zu erwarten. Zum Vergleich: Schon bei einer Erwärmung um 2 Grad würden extreme Hitzeereignisse 14-mal wahrscheinlicher und Starkregen 70% häufiger vorkommen, der zudem noch bis zu 30% heftiger ausfiele. Die Folgen, die im Bericht erstmals auch regional betrachtet werden, wären zunehmende Starkregenereignisse in Nordamerika und Europa sowie mehr Dürren in Afrika, Südamerika und im Mittelmeerraum. Ebenfalls ernüchternd fallen die Daten zum „Carbon Budget“ aus – der Menge an CO₂, die die Atmosphäre noch aufnehmen kann, ohne dass die Temperatur über 1,5 Grad steigt: Hier verbleiben gerade noch 400 bis 500 Gigatonnen. Legt man den Ausstoß des Jahres 2018 in Höhe von 42 Gigatonnen zugrunde, müsste die Emission in zehn Jahren auf null heruntergefahren sein.

Zwölf Maßnahmen sollen es richten

Wir stehen also vor der größten Herausforderung unserer Zeit. Das hat auch die Europäische Union erkannt, die den Klimawandel stoppen will. Gleichzeitig sieht sie darin die Chance für eine Neuausrichtung von Wirtschaft und Gesellschaft. Die konzeptuelle Grundlage für diesen „grünen“ Wandel ist der im Dezember 2019 beschlossene European Green Deal: Alle 27 EU-Mitgliedsstaaten haben sich verpflichtet, Europa bis zum Jahr 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen. In einem ersten Schritt sollen die klimaschädlichen Emissionen bis zum Jahr 2030 um 55% gegenüber dem Stand von 1990 gesenkt werden. Wie dieses Ziel erreicht werden soll, hat EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen am 14. Juli mit dem umfassenden Gesetzespaket „Fit for 55“ vorgestellt. Die darin enthaltenen zwölf Maßnahmen beinhalten Korrekturen zu bestehenden Richtlinien sowie neue Maßnahmen zur Umsetzung des erst Ende Juni beschlossenen EU-Klimagesetzes. Allesamt sind darauf ausgerichtet, die Politik in der EU umzugestalten, insbesondere in den Bereichen Klima, Energie, Verkehr sowie Landnutzung und Steuern. Dabei wird die EU nicht müde zu betonen, dass der Übergang fair, grün und wettbewerbsfähig sein soll. Gleichzeitig wird er aber weitreichende Folgen haben – sowohl für die Mitgliedsstaaten als auch deren Bürger und vor allem für die Wirtschaft.

Zentrale Vorhaben sind die verschärften Vorgaben für den Handel mit Verschmutzungsrechten, die energieintensive Industrieunternehmen seit 2005 (EU-Emissionshandelsgesetz) erwerben müssen. Hier soll die Gesamtzahl der Zertifikate schneller verringert werden, wodurch deren Preis steigt, was im besten Falle einen Boom bei den erneuerbaren Energien auslösen könnte. Gleichzeitig besteht jedoch die Gefahr zunehmender Konkurrenz aus dem außereuropäischen Ausland mit niedrigen Klimastandards, der die EU ab 2026 mit dem sogenannten Grenzausgleichsmechanismus (siehe „Think-Tank“) entgegenwirken will. In den Emissionshandel mit einbezogen werden soll künftig auch die Schifffahrt. Zusätzlich ist – voraussichtlich ab 2026 – ein separates Emissionshandelssystem für den Straßenverkehr und den Gebäudesektor geplant. Das könnte Kraftstoff und Heizöl verteuern, würde also vor allem Autofahrer und Hausbesitzer belasten. Zum Ausgleich, um Privathaushalte sowie Kleinunternehmen und Verkehrsteilnehmer zu unterstützen, soll ein Klima-Sozialfonds geschaffen werden, der sich aus den Einnahmen dieses zweiten Emissionshandels sowie weiteren Mitteln aus den Mitgliedsstaaten speist. Ein weiteres Ziel der EU-Kommission ist, die Erzeugung von Energie aus erneuerbaren Quellen auf 40% (zuvor: 27%) auszubauen. Des Weiteren sieht die neue Energieeffizienz-Richtlinie ein verbindliches Jahresziel für die Senkung des Energieverbrauchs in der EU vor. Hierbei soll der öffentliche Sektor einen besonderen Beitrag leisten, indem er jährlich 3% seines Gebäudebestands saniert. Vor einem grundlegenden Wandel steht die Automobilindustrie, die derzeit für etwa ein Fünftel der EU-weiten Emissionen verantwortlich ist: Geplant ist, dass bis 2030 die CO₂-Emissionen von neuen PKW um 55% unter das heutige Niveau sinken, bevor 2035 nur noch emissionsfreie Neuwagen zugelassen werden. Da das gemäß dem aktuellen Stand der Technik nur mit Elektroautos umsetzbar ist, macht die Kommission zusätzlich die Vorgabe, auf großen Straßen alle 60 Kilometer Ladesäulen einzurichten.

Erwartungsgemäß unterschiedliche Reaktionen

Angesichts der Tragweite der Gesetzesvorschläge wird es dauern, bis am Ende alle 27 Mitgliedsstaaten sowie EU-Parlament und EU-Rat zustimmen, damit die Regeln in Kraft treten können. Kritik gibt es schon jetzt: Während Umweltschützern die Vorschläge teils nicht weit genug gehen, warnen Vertreter aus der Industrie vor zusätzlichen Belastungen. Letzteres ist sicherlich nicht falsch, zumal es für alle Beteiligten – Unternehmen wie Verbraucher und Staatshaushalte – teurer werden dürfte. Nichts zu tun, würde aber angesichts der zu erwartenden Schäden infolge des Klimawandels aller Voraussicht nach größere Kosten verursachen. Brüssel ist indes überzeugt davon, dass „Fit for 55“ Unternehmen die Chance bietet, unter anderem mit Innovationen zu grünen Vorreitern zu werden und dabei viele Arbeitsplätze zu schaffen. Einige Branchen befassen sich schon seit Längerem mit dem Thema, wie die Stahlindustrie, die mit alternativen Verfahren neue Wege sucht, um die Dekarbonisierung voranzutreiben (siehe auch „Was ist eigentlich?“). Ein gutes Stück weiter ist da die Automobilindustrie: Hier haben sich viele der großen deutschen und europäischen Hersteller bereits selbst das Ziel gesetzt, auf emissionsfreie Fahrzeuge umzustellen. Ungleich schwerer wird es der Gebäudesektor haben: Hier gilt es nicht nur, die Wirtschaftlichkeit sowohl aufseiten der Mieter als auch der Vermieter zu wahren. In Betracht gezogen werden muss auch, dass angesichts ausgelasteter Kapazitäten in der Bauwirtschaft die Preise für Bauleistungen weiter anziehen und so das Sanieren zusätzlich verteuern.

Gemeinsam handeln

Dass sich die EU viel vorgenommen hat, zeigt allein der Vergleich mit den bislang seit 1990 eingesparten Treibhausgasen: In drei Jahrzehnten haben wir es gerade einmal auf 24% gebracht, fehlen also noch 31% bis 2030. Gelingt das Brüsseler Vorhaben auf allen Ebenen, wird damit allein dem weltweiten Klima nicht viel geholfen sein, macht Europa doch nicht einmal ein Zehntel der weltweiten Treibhausgasemissionen aus. Auf jeden Fall aber hätte es Vorbildcharakter für andere Länder. Denn klar ist auch, dass die globale Erderwärmung nur aufzuhalten ist, wenn die Weltgemeinschaft an einem Strang zieht. Ob das erreicht werden kann, wird der im November stattfindende 26. UN-Klimagipfel in Glasgow zeigen.



Besser gemischt

Rekorde auch beim DAX, doch die Volatilität dürfte zunehmen

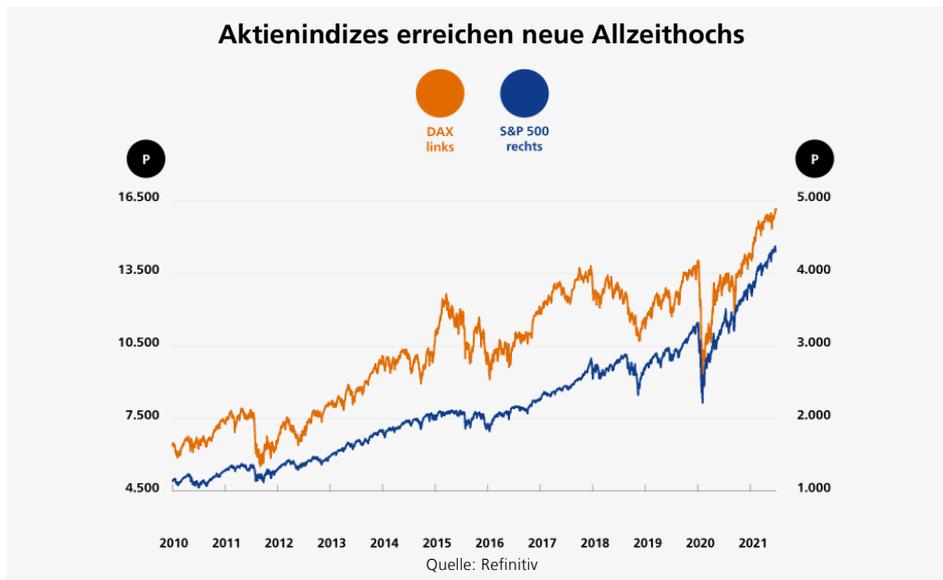
MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Nach neuen Rekordständen im August ist die Stimmung an den internationalen Aktienmärkten weiterhin sehr gut. Allerdings dürfte die Volatilität zunehmen. Dies gilt auch für den DAX, der nun auf 40 Unternehmen erweitert, die deutsche Aktienlandschaft noch umfassender als bisher abbildet.

Höhenflug mit Turbulenzen

Im August hat der deutsche Leitindex mit Notierungen von über 16.000 Punkten neue Rekordstände erreicht. Die Aussichten sind weiterhin günstig, allerdings ist im weiteren Jahresverlauf mit höherer Volatilität zu rechnen. Angesichts der 2021 um rund 6% wachsenden Weltwirtschaft und der niedrigen Zinsen dürften die Gewinne der exportorientierten DAX-Konzerne zwar steigen. Allerdings könnte die Dynamik nachlassen, da nicht nur die Vorjahresbasis höher ist. Es kommen noch die allgegenwärtigen konjunkturellen Unwägbarkeiten hinzu: Hier sind an erster Stelle Lieferengpässe zu nennen, gefolgt von dem weiteren Pandemie-Verlauf, der vor allem in asiatischen Ländern für Einschränkungen sorgen kann. Somit dürfte es an den Aktienmärkten im weiteren Jahresverlauf volatiler zugehen. Doch angesichts des negativen Zinsumfelds und der expansiven Wirtschaftspolitik vieler Regierungen sollten mögliche Kursrücksetzer weiterhin Kaufgelegenheiten bieten.



DZ BANK Index-Prognosen

| | Index | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|-------------|---------------|------------|------------|
| Europa | Euro Stoxx 50 | 4.200 | 4.300 |
| Deutschland | DAX | 15.700 | 16.500 |
| USA | S&P 500 | 4.600 | 4.700 |

Quelle: DZ BANK

Die „Beletage“ des DAX umfasst nun 40 Konzerne

Seit dem 3. September 2021 stehen die zehn Unternehmen fest, die am 20. September in die erweiterte „Beletage“ des deutschen Leitindex aufsteigen. Es sind Airbus, Brenntag, Hello Fresh, Porsche Holding, Puma, Qiagen, Sartorius, Siemens Healthineers, Symrise und Zalando. Neben etablierten Konzernen sind damit auch einige wachstumsstarke Unternehmen aufgenommen worden. Dadurch wird der DAX 40 besser gemischt als der „alte DAX“. Aktien aus den Bereichen Gesundheit und Medizintechnik gewinnen an Bedeutung. Aber von echten Neulingen der deutschen Anlagewelt zu sprechen, geht zu weit. Auch werden die zehn neuen Werte mit 13% eher gering gewichtet. Von der Überprüfung im September 2021 an werden die Indexmitglieder nur noch auf Basis der Marktkapitalisierung bestimmt. Das Auswahlkriterium Börsenumsatz entfällt, stattdessen wird künftig ein Mindesthandelsvolumen in Aktien der Indexaspiranten erwartet.

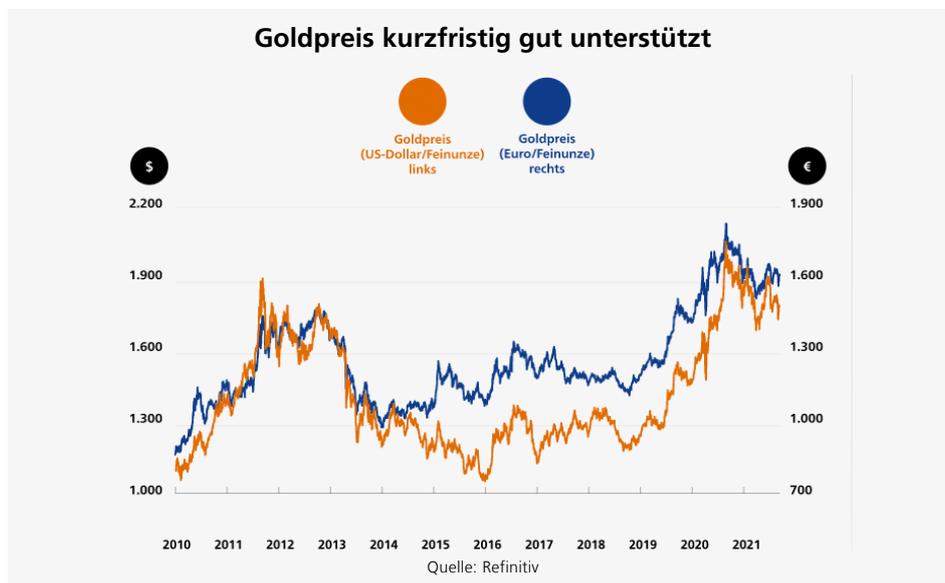
Die Vergrößerung des Index ist nicht die einzige Regeländerung, die in der größten Indexreform seit der Einführung des DAX im Jahr 1988 erfolgt. Bereits im vergangenen Jahr musste die Deutsche Börse kurzfristig das Regelwerk ändern, um die Wirecard-Aktie aus dem Index entfernen zu können. Als Ersatz wurden die Papiere von Delivery Hero aufgenommen, einem Unternehmen, das seit 2011 operative Verluste schreibt. Auch hier gab es Kritik von Marktteilnehmern, weshalb die Deutsche Börse erneut zum Handeln gezwungen war. Entsprechend wurde das Regelwerk bereits zu Beginn dieses Jahres um eine Profitabilitätsanforderung für die Unternehmen im Index ergänzt. Die Profitabilität wird in der Unternehmensanalyse üblicherweise gemessen, indem der Gewinn eines Unternehmens ins Verhältnis zum Umsatz (Gewinnmarge) oder zum eingesetzten Kapital (zum Beispiel Eigenkapitalrendite, Gesamtkapitalrendite) gesetzt wird. So weit geht die Deutsche Börse in dem neuen Regelwerk allerdings nicht. Ein Unternehmen, das in

den DAX aufsteigen will, muss künftig zwei Jahre in Folge ein positives EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) erzielt haben. Zudem müssen seit März 2021 alle Unternehmen in den DAX-Auswahlindizes durch Wirtschaftsprüfer testierte Geschäftsberichte sowie Quartalsmitteilungen vorlegen. Verstoßen Unternehmen gegen diese Vorgaben, werden sie nach einer 30-tägigen Warnfrist aus dem Index ausgeschlossen. Wirecard hatte im Frühjahr 2020 mehrfach die Veröffentlichung seines Zahlenwerks verschieben müssen, blieb aber zunächst weiter im DAX gelistet. Darüber hinaus müssen seit März 2021 alle Neuaufnahmen in den DAX den Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex bezüglich eines Prüfungsausschusses im Aufsichtsrat entsprechen. Für bestehende Mitglieder gilt eine Übergangsfrist; ab September 2022 müssen sie die Anforderung erfüllen.

Viele der neuen Regeln scheinen für Investoren selbstverständliche kaufmännische Gründlichkeit zu sein. Doch der Wirecard-Betrug hatte den Indexbetreiber des DAX im Jahr 2020 auf dem „falschen Fuß“ erwischt – mit erheblichem Imageschaden. Daher sind die neuen Statuten nach unserer Meinung ein Schritt in die richtige Richtung, auch wenn noch schärfere Regeln zu begrüßen gewesen wären. Eine Überprüfung der Index-Zusammensetzung findet nun nicht mehr nur im September, sondern auch im März statt; außerplanmäßige Änderungen sind zusätzlich, wie bisher auch, im Juni und Dezember möglich.

Gold gewinnt zunächst an Glanz

Gold kam im ersten Halbjahr 2021 unter Druck, weil die Realzinsen für US-Staatsanleihen zunächst kräftig gestiegen sind. Das gelbe Edelmetall wirft als Assetklasse keine (reale) Verzinsung ab, sodass die Attraktivität von Gold im Umfeld höherer Zinsen geringer wird. Die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und die damit einhergehenden konjunkturellen Unsicherheiten sowie die noch anziehende Inflation dürften die Goldinvestment-Nachfrage auf kurze Frist wieder etwas antreiben. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte der Glanz des gelben Edelmetalls im Zuge steigender US-Renditen wieder etwas verblassen und in Richtung 1.700 US-Dollar je Feinunze nachgeben.



DZ BANK Goldpreis-Prognosen

| | 31.12.2021 | 30.06.2022 |
|--------------------------------------|------------|------------|
| Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze) | 1.800 | 1.700 |
| Goldpreis in Euro (je Feinunze) | 1.440 | 1.360 |

Quelle: DZ BANK



ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Viele Anleger legen ihr Vermögen in globale Indexfonds an und sind überzeugt, dass sie ihre Anlagen so breit streuen. Beim MSCI-World-Index ist das ein Trugschluss – nur eine Handvoll Titel aus den USA dominiert den Index. Doch genau diese Aktien strotzen nur so vor Ertragskraft. Ist der Index noch ein gutes Investment?

Vor Jahrzehnten entwickelten Finanzwissenschaftler eine ganz neue Idee der Anlage in Aktien: Anleger sollten sich fernhalten von Einzelaktien, besonders wenn sie aus dem eigenen Heimatland stammen, und stattdessen in ein „Weltportfolio“ investieren. So könne der Anleger vom Wachstum der Weltwirtschaft profitieren. Gleichzeitig wäre er ausreichend geschützt vor unliebsamen Überraschungen und Krisen in einzelnen Ländern und Sektoren.

Das „Weltportfolio“ – eine Erfolgsgeschichte der Finanzwissenschaft

Für Anleger, die weder Zeit noch Mühe mitbringen, selbst einzelne Aktientitel zu recherchieren (und das dürfte auf die meisten Anleger zutreffen), klingt das nach einer brillanten Idee, insbesondere wenn auch nachhaltige ESG-Kriterien – also Environment-, Social- und Governance-Aspekte – berücksichtigt werden.

Auch wenn es letztlich nur ein Modellversuch bleibt, die ganze Welt in ein Portfolio zu packen (nicht alle Länder und Sektoren sind investierbar), haben sich Anlagen in globale Aktienindizes, insbesondere der MSCI-World-Index, in den letzten zehn Jahren zu einem Allheilmittel der Geldanlage entwickelt.

Möglich wurde dies auch durch den Siegeszug der „ETFs“, der börsennotierten Aktienfonds, die die Kursentwicklung der Aktienindizes kostengünstig abbilden. Diese ermöglichen es seit einigen Jahren Privatanlegern, die „ganze Welt“ schon mit ein paar Tausend Euro im Depot nachzubilden. So sind im MSCI-World-Index rund 1.650 Aktien enthalten, nach Angaben des Indexanbieters werden 85% der globalen Aktienmarktkapitalisierung abgedeckt.

Empirisch ist der MSCI World als ideales Anlagevehikel längst widerlegt

Was in der Theorie gut klingt, basiert jedoch auf wissenschaftlichen Analysen, die schon lange überholt sind. Die Entwicklung der wichtigsten Aktienindizes der Welt, zu denen zweifellos auch der MSCI-World-Index gehört, beruht nämlich auf einem einzigen Faktor: dem Marktwert der Unternehmen im Index. Der Wert des Index ist umso höher, je stärker die Kurse der im Index enthaltenen Aktien steigen, und umgekehrt.

„Na und?“, werden sich die meisten Leser an dieser Stelle fragen. Schließlich sind es doch die Gewinne, die bei der Aktienanlage am interessantesten sind. Nein, ganz so einfach ist es nicht. Professionelle Anleger sind nicht nur an der Rendite interessiert, sondern wollen sich zusätzlich vor starken Kursschwankungen oder gar dem Totalverlust des eingesetzten Kapitals schützen.

Aus diesem Grund werden im professionellen Portfoliomanagement seit Anfang der 1990er-Jahre sogenannte Multifaktormodelle eingesetzt, die neben dem Marktwert eines Unternehmens weitere Aspekte berücksichtigen. Die Ursprünge dieser Mehrfaktorenmodelle gehen auf die Finanzwissenschaftler Eugene Fama und Kenneth French zurück, die bei der Aktienselektion unter anderem auf die Bewertung der Unternehmen, auch bei kleineren Titeln, schauten. Heute haben sich Mehrfaktorenmodelle in der Praxis längst durchgesetzt.

Risiko des MSCI World: Mit Vollgas in jede Blase

Bei den gängigen Aktienindizes, die sich entsprechend des Marktwertes der Unternehmen entwickeln – also etwa der MSCI World und alle anderen etablierten Aktienindizes wie der DAX – besteht immer die Gefahr, dass Anleger „mit Vollgas“ in Spekulationsblasen laufen. Eine solche Blase gab es zum Beispiel 1989 in Japan. Bis zu diesem Jahr stiegen die Aktienkurse in Japan explosionsartig auf ein Niveau, das bis heute nicht wieder erreicht worden ist. Dann platzte die Blase und die Kurse stürzten ab. Anleger, die damals in ein globales Portfolio investiert hatten, verloren riesige Summen, denn japanische Aktien hatten in der Spitze eine Gewichtung von 40% im MSCI World.

Die Anleger hatten also durch den Kauf eines globalen Portfolios nicht wirklich eine breite Portfoliodiversifizierung erreicht, sondern durch den Kauf überbewerteter japanischer (Bank-)Aktien ein erhebliches Klumpenrisiko in ihrem Portfolio aufgebaut. In der Zeit nach 2000, als die weltweite Blase bei den Internetaktien platzte, wiederholte sich das Spiel, und die Anleger im MSCI World mussten bis 2006 warten, bis die alten Indexstände wieder erreicht waren – bevor die Kurse dann 2008/09 erneut einbrachen.

Nicht das hohe US-Gewicht ist ein mögliches Klumpenrisiko, ...

Heute scheinen die Anleger im MSCI-World-Index wieder einem Klumpenrisiko ausgesetzt zu sein, denn die US-Aktien machen 65% des Index aus. Dies ist die höchste Gewichtung amerikanischer Aktien in den vergangenen 40 Jahren. Ein Anleger, der den MSCI-World-Index für 1.000 Euro kauft, investiert also 650 Euro in amerikanische Aktien. Dagegen sind Aktien aus China und Indien, der inzwischen zweit- und sechstgrößten Volkswirtschaft der Welt, im Index überhaupt nicht vertreten.

Das Fehlen von Aktien aus den Schwellenländern ist jedoch vergleichsweise einfach zu erklären: Historisch gesehen gibt es keine Korrelation zwischen der Wirtschaftsleistung eines Landes und seiner Börsenkapitalisierung. So ist beispielsweise der Aktienmarkt im Vereinigten Königreich deutlich größer als der deutsche Markt, obwohl Deutschland eine stärkere Wirtschaftsleistung aufweist. Auch der US-Aktienmarkt ist um den Faktor sechs höher kapitalisiert als der chinesische Aktienmarkt, obwohl Chinas Bruttoinlandsprodukt das der USA in einigen Jahren überholen könnte. In China selbst sind die in Hongkong gehandelten Aktien fast doppelt so viel wert wie die an den Festlandbörsen in Shenzhen und Shanghai notierten.

... aber Sorgen über zu viele amerikanische Technologie- und Internetaktien

Anleger, die sich jetzt Sorgen über das Klumpenrisiko im MSCI-World-Index machen, sind weniger wegen des allgemein hohen US-Anteils im Index besorgt, als vielmehr wegen der hohen Gewichtung amerikanischer Technologie- und Internetunternehmen. Aktien wie Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet und Facebook dominieren. Nvidia und Tesla sind weitere Schwergewichte im US-Technologiesektor. Diese sieben Titel stellen zusammen 18% des Index.

Nach unseren Berechnungen haben sich die Nettogewinne dieser Unternehmen seit 2008, dem Jahr, in dem das iPhone erfunden wurde und damit das mobile Internet seinen Siegeszug begann, mehr als verzehnfacht. So wurde die Basis gelegt für den Kursaufschwung von „Big Tech“, der maßgeblich mitverantwortlich dafür war, dass sich der MSCI-World-Index in den letzten fünf Jahren verdoppelt hat.

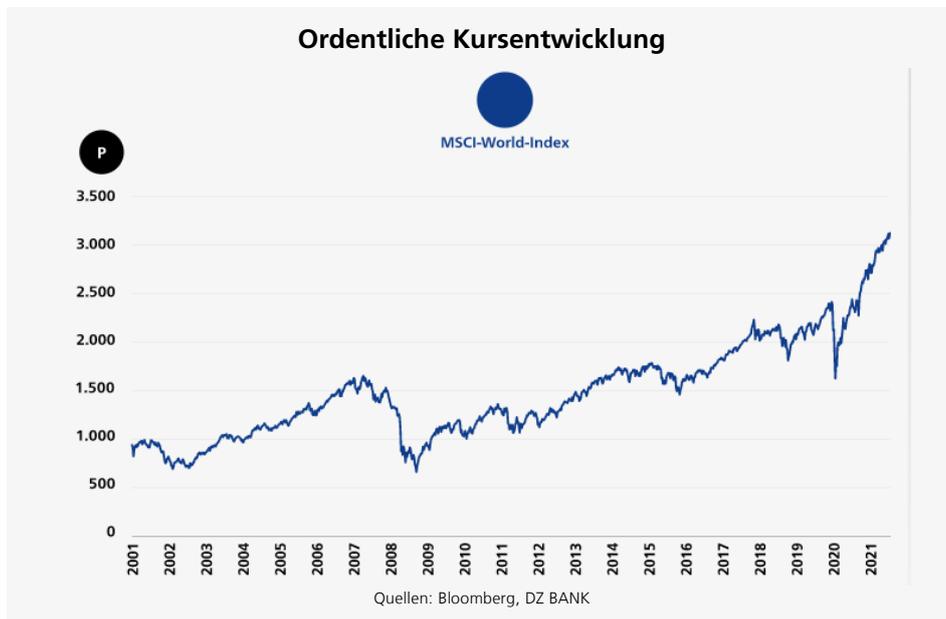
Bildet sich nun wieder eine Blase im MSCI-World-Index?

Die entscheidende Frage für Anleger ist nun, ob sich im MSCI World wieder eine Blase gebildet hat, wie es in früheren Phasen, zum Beispiel in Japan, der Fall war. Der Aktienmarkt ist ein komplexes, anpassungsfähiges System mit Rückkopplungsschleifen. Die Meinungen zum Markt sind tendenziell heterogen, da die Anleger aus unterschiedlichen Gründen kaufen und verkaufen. Manchmal verwandeln sich die Rückkopplungsschleifen in Informationskaskaden, die die Meinungen homogen machen und Blasen und Crashes verursachen. So kann man von einer Blase sprechen, wenn die Preise nicht mehr der wirtschaftlichen Realität entsprechen, sondern ihr deutlich vorauslaufen.

Betrachtet man jedoch die Bewertung der Indexschwergewichte im MSCI World, so erhält man eine klare Sichtweise: Obwohl die Bewertung der Aktien im Index hoch ist, kann von einer Blasenbildung keine Rede sein. Dickschiffe im Index wie Alphabet, Microsoft, Facebook und Amazon sind zwar stark gestiegen, werden aber mit Bewertungsmultiplikatoren für das Jahr 2023 von unter 20 bewertet, gemessen am Verhältnis von Marktkapitalisierung zu Cashflows. Dies sind niedrige Werte angesichts des hohen Wachstums. Eine Blase, wie sie zuletzt im Jahr 2020 zu beobachten war, sieht anders aus. In der Regel steigen die Bewertungen dann auf dreistellige Bewertungsmultiplikatoren.

Unser Fazit: Auch wenn der MSCI-World-Index stark gestiegen ist – richtig teuer ist er nicht

Auch wenn der MSCI-World-Index eine Übergewichtung von US-Aktien und insbesondere von Technologie- und Internetwerten aufweist. Eine Rechtfertigung für einen bevorstehenden Crash lässt sich daraus nicht ableiten. Im Gegenteil: Die Bewertung des Index würde in den nächsten Jahren aufgrund des hohen Gewinnwachstums vieler Unternehmen günstiger werden, wenn die Kurse nicht weiter steigen. Das ist eine gute Nachricht für Anleger, denn damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der MSCI-World-Index auch in Zukunft ein gutes Investment sein wird.





RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Robert Czerwensky, Analyst

Bisher wurde die bemannte Raumfahrt nur von staatlichen Organisationen wie der NASA oder der ESA durchgeführt. Im Juli haben nun erstmals private Unternehmen mehrere Menschen in den Weltraum befördert und damit die Tür ins Zeitalter des Weltraumtourismus aufgestoßen.

Neben Amazon-Gründer Jeff Bezos (Platz eins des Bloomberg-Milliardärs-Index) und Tesla-Chef Elon Musk, dem laut Bloomberg zweitreichsten Menschen der Welt, hat auch Virgin-Gründer Richard Branson (Platz 463) eine Vorliebe für Weltraumabenteuer. Im Gegensatz zu Musk haben Bezos und Branson immer wieder betont, dass es ihr Kindheitstraum war, selbst in den Weltraum zu fliegen, um die Erde aus dem All zu beobachten. Und weil diesen Traum wohl viele Menschen haben und sich damit ein lukratives Geschäft bietet, lieferten sich beide Milliardäre ein enges Wettrennen, wer zuerst mit eigenem Fluggerät abheben wird.

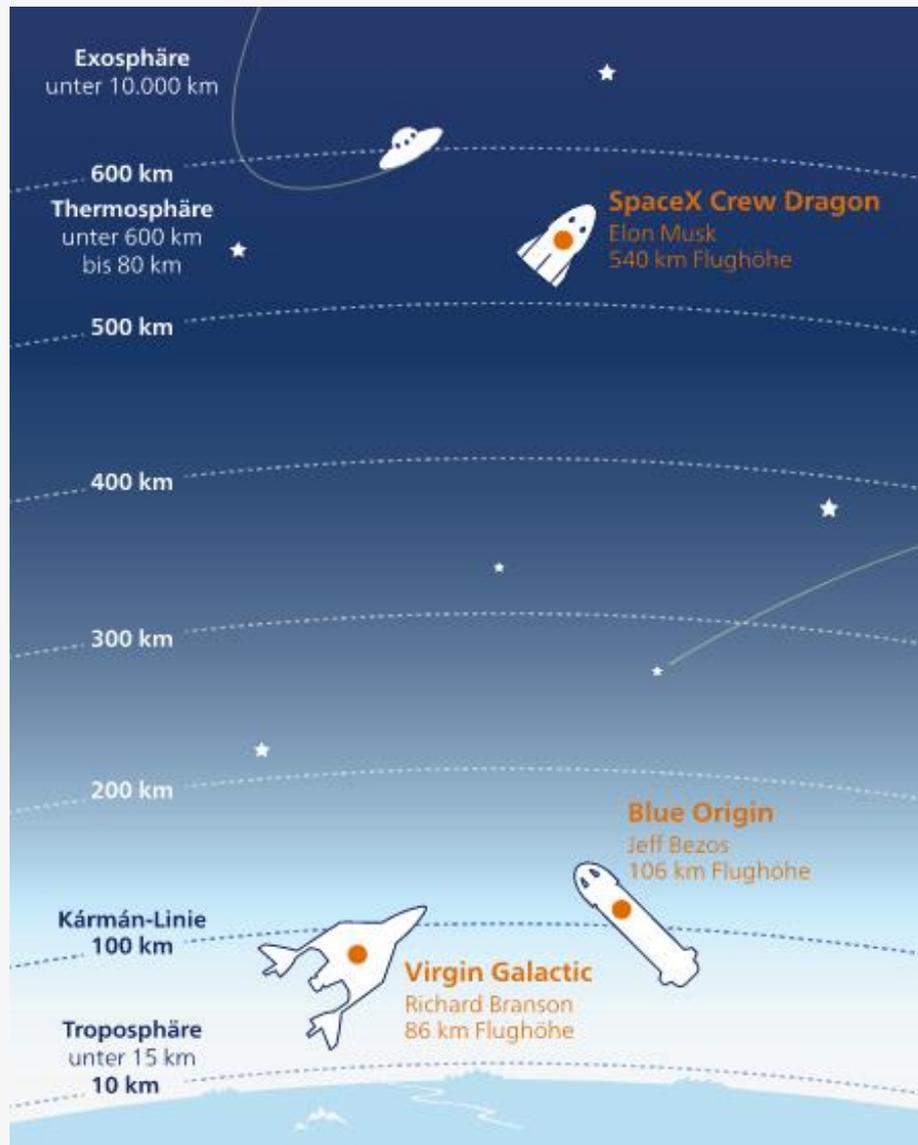
Wettbewerb der Milliardäre

Erster war Branson, der am 11. Juli zusammen mit drei Mitarbeitern in seiner Virgin Galactic „VSS Unity“ startete und wieder sicher zur Erde zurückkehrte. Auf 15 km Höhe wurde die Virgin Galactic von einem Trägerflugzeug ausgeklinkt und erreichte danach eine Flughöhe von 86 km. Das Flugticket für diesen exklusiven Spaß, der offiziell nächstes Jahr starten soll, kostete bei frühzeitiger Reservierung 250.000 US-Dollar, mittlerweile sind laut Medienberichten 450.000 US-Dollar erforderlich. Branson argumentiert, dass vor 100 Jahren private Passagiere für Flugtickets einen vergleichbar hohen Preis zahlen mussten und daher dieses Vergnügen nur den Reichsten vorbehalten waren.

Bezos, der neun Tage später mit seiner Rakete „New Shepard 4“ und der Weltraumkapsel „RSS First Step“ startete, kann für sich verbuchen, mit einer maximalen Flughöhe von 106 km als erster Weltraumtourist über die sogenannte Kármán-Linie bei 100 km (die als Grenze zum Weltall angesehen wird) geflogen zu sein. Die Schwerelosigkeit dauerte fast vier Minuten. An Bord des Jungfernflugs befand sich auch der erste zahlende Kunde, Oliver Daemen. Dessen Vater hatte den Platz in der Raumkapsel in einer Auktion ersteigert, war aber zunächst leer ausgegangen. Der eigentliche Gewinner hatte 28 Mio. US-Dollar

bezahlt, musste aber aus „Termingründen“ absagen. Was genau ein Ticket für einen Weltraumflug zukünftig kosten wird, ist nicht bekannt. Interessenten für die beiden in diesem Jahr noch geplanten Flüge von Blue Origin, dem von Jeff Bezos gegründeten Raumfahrtunternehmen, sollen sich mit einer Mail bewerben.

Drei Konkurrenten bieten Erdbeobachtung und Ausflüge in die Schwerelosigkeit an



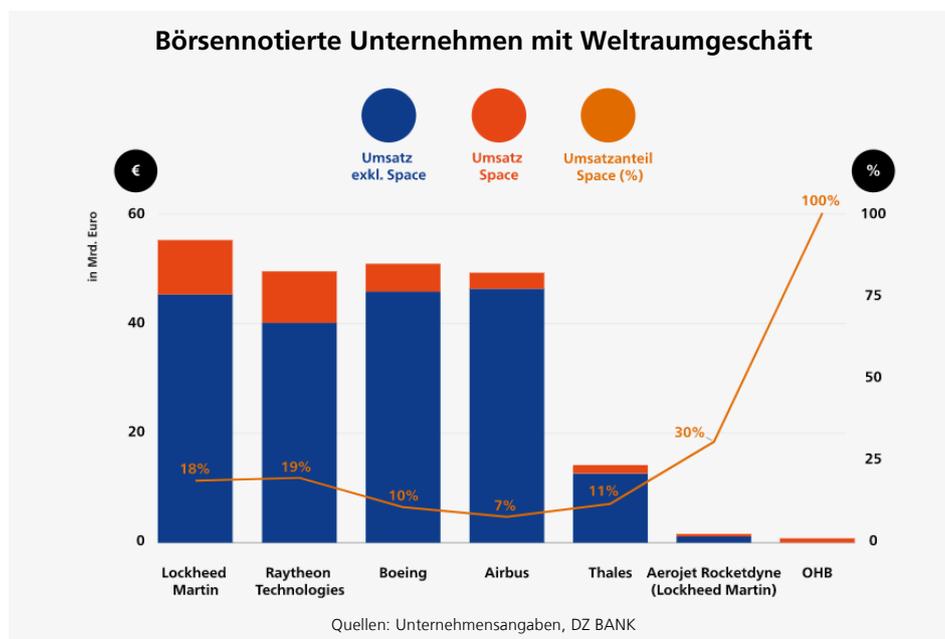
Quellen: Unternehmensangaben, DZ BANK

Weltweit bekannt ist auch das 2002 von Tesla-Chef Elon Musk gegründete Raumfahrtunternehmen SpaceX. Für Aufsehen sorgte hier die innovative und kostenschonende Technologie, die eine teilweise Wiederverwertung der selbst entwickelten Falcon-9-Raketen ermöglicht. Bereits im November 2020 startete das Raumschiff Crew Dragon mit vier Astronauten zum ersten regulären Flug zur Raumstation ISS. Als Ritterschlag werten wir die Auswahl des Starship für die nächste geplante bemannte Mondlandung im Rahmen des NASA-Artemis-Projekts. Mitte September 2021 soll die Crew Dragon für einen touristischen Flug mit dem Namen Inspiration4 zum Einsatz kommen und drei Tage lang mit vier Personen in einer gecharterten Raumkapsel die Erde umkreisen.

Welche Weltraum-Aktien gibt es und welche heben ab?

Mit dem Weltraumtourismus könnten laut Medienberichten bis 2030 etwa 3 Mrd. US-Dollar pro Jahr erlöst werden. Da fragen sich viele Investoren, wie sie an diesem Wachstumsmarkt teilhaben können. Auch weil der deutlich größere Markt für Raumsonden, Satelliten und Raketentriebwerke ebenfalls wächst. Der augenscheinlich beste Kandidat, um in den Zukunftsmarkt Weltraumtourismus einzusteigen, ist die Aktie von Virgin Galactic Holdings Inc. Allerdings erscheint uns das operative Risiko relativ groß, insbesondere wenn es zu technischen Problemen kommt oder die Konkurrenz durch neue starke Wettbewerber wächst. Daher ist die Aktie der Raumfahrtfirma von Richard Branson unseres Erachtens nur etwas für sehr spekulative Gemüter. Die beiden Raumfahrtunternehmen von Jeff Bezos und Elon Musk sind bisher nicht börsennotiert.

Abgesehen von diesen Branchen-Neulingen gibt es dies- und jenseits des Atlantiks im Bereich Luftfahrt und Verteidigung mehrere Unternehmen, die bereits seit Jahrzehnten mit Weltraumtechnik für die NASA und die ESA gutes Geld verdienen. In den USA ist dies der Flugzeughersteller Boeing, der aber nur etwa 10% des Gesamtumsatzes im Space-Geschäft erzielt. Seit 2006 betreibt Boeing zusammen mit dem US-Rüstungskonzern Lockheed Martin die United Launch Alliance (ULA), die seither mehr als 100 Satelliten ins All geschossen hat. Die ULA-Raketentriebwerke liefert die börsennotierte Aerojet Rocketdyne, ein weltweit führender Zulieferer der Luft- und Raumfahrtindustrie, der im Zukunftsmarkt Weltraumtechnik sehr gut positioniert ist (Space-Umsatzanteil: etwa 30%). Lockheed Martin plant, Aerojet Rocketdyne für 4,4 Mrd. US-Dollar bis Ende 2021 zu übernehmen. Zwar gibt es Kritik, dass durch die Transaktion der Wettbewerb behindert werden könnte. Wir gehen aber von einer erfolgreichen Umsetzung aus, sodass der Space-Umsatzanteil von Lockheed Martin in Höhe von derzeit etwa 18% bald steigen dürfte. Auch der US-Konzern Raytheon Technologies, eines der drei weltweit führenden Luftfahrt- und Rüstungsunternehmen, ist aus unserer Sicht gut aufgestellt, um vom Wachstum des Weltraumgeschäfts zu profitieren. Neben dem Segment „Raytheon Intelligence & Space“, das hauptsächlich raumfahrtbezogene Produkte umfasst, erzielt auch „Collins Aerospace Systems“ relevante Umsätze, woraus sich nach unseren Berechnungen ein Space-Umsatzanteil von insgesamt rund 19% ergibt. Aufgrund ihrer Marktposition und ihres technologischen Wissens sind Lockheed Martin und Raytheon Technologies unsere Weltraum-Favoriten in den USA.



In Europa ist Airbus als führender Luft- und Raumfahrtkonzern bekannt. Allerdings dominieren der Flugzeugbau und das Rüstungsgeschäft dessen Angebot, während Space gerade einmal rund 7% zum Umsatz beiträgt. Des Weiteren ist Airbus gemeinsam mit Safran zu je 50% an der ArianeGroup beteiligt. Bedeutsamer ist der Zukunftsmarkt für den französischen Technologiekonzern Thales, der immerhin 11% seiner Erlöse mit Weltraumtechnik erzielt. Thales ist mit 67% Mehrheitsgesellschafter von Thales Alenia Space, die mit dem Bau von Satelliten und Komponenten für die zivile und militärische Raumfahrttechnik 2020 Umsätze von 1,9 Mrd. Euro erzielten. Als Hauptauftragnehmer des ESPRIT-Modul (European System Providing Refueling, Infrastructure and Telecommunications) für das Lunar Orbital Platform Gateway (Basislager für Missionen zur Mondoberfläche sowie zum Mars) erteilte Thales Alenia Space dem deutschen Raumfahrt- und Technologiekonzern OHB im Mai 2021 einen Unterauftrag.

OHB ist schon sehr lange im europäischen Weltraumtechnikmarkt tätig. Das Unternehmen mit einem Jahresumsatz von zuletzt 880 Mio. Euro ist ein wichtiger Zulieferer von Strukturbauteilen für das Ariane-Raketenprogramm und hat wesentlich das EU-Navigationssatellitensystem Galileo geprägt. Zum Satelliten-Portfolio gehören unter anderem Erdbeobachtungs- und Aufklärungs- sowie Telekommunikationssatelliten. Zudem besitzt der Bremer Konzern 53% der Anteile am bayerischen Raumfahrt-Start-up Rocket Factory Augsburg, das mit einem selbst entwickelten Mini-Launcher Klein- und Kleinstsatelliten in niedrigere Erdumlaufbahnen schießen will. Der erste Testflug ist für Ende 2022 geplant. Im Gegensatz zu den großen Luftfahrt- und Rüstungskonzernen ist OHB sehr stark auf Weltraumtechnik fokussiert. Daher ist die Aktie unser Weltraum-Favorit aus Europa. Allerdings ist die Marktkapitalisierung mit rund 700 Mio. Euro (30% Freefloat) gegenüber anderen Branchenvertretern gering. Zudem wurden 2021 bislang täglich nur durchschnittlich knapp 20.000 Aktien gehandelt, was zu erhöhter Volatilität führen könnte.

Mehr Meilenstein als Egotrip

In der Geschichte der Raumfahrt ist der Start des Weltraumtourismus ein Meilenstein. Kritiker werfen den Milliardären allerdings vor, auf ihrem Egotrip sehr viel Geld zu verschwenden und dabei das Klima und den Hunger von Millionen Menschen zu ignorieren. Daraufhin erklärte Amazon-Gründer Bezos gegenüber US-Medien, man müsse beides tun: die Probleme auf der Erde lösen und ins All fliegen. Für Umweltverbände, wie den BUND, ist dagegen klar: Der Weltraumtourismus ist „die fortschreitende, sich beschleunigende Umwandlung von Rohstoffen, Energie und menschlicher Arbeitskraft in Klimawandel“. Dabei wird unserer Meinung nach allerdings übersehen, dass bereits an weniger klimaschädlichen Treibstoffen für Weltraumraketen geforscht wird. Nachhaltigkeit und Umweltverträglichkeit sind auch in der Raumfahrt zunehmend wichtige Maßstäbe, darauf weist beispielsweise das Deutsche Zentrum für Luft- und Raumfahrt hin. Geforscht wird beispielsweise an Treibstoffen, die weniger umweltbelastend und gesundheitsschädigend als Hydrazin sind, das seit den 1960er-Jahren unter anderem in Satelliten und Sonden eingesetzt wird. Dies ist unseres Erachtens der einzige sinnvolle Weg, nicht zuletzt weil ein Verbot des Weltraumtourismus illusorisch erscheint. Allzu gern wird auch übersehen, dass einige sehr wichtige technologische Entwicklungen eng mit der Raumfahrttechnologie verbunden sind. So wurden beispielsweise Solarzellen 1958 erstmals im US-Forschungssatelliten Vanguard 1 eingesetzt – als Ersatz für Treibstoffe und Batterien, die viel Platz benötigen und schnell aufgebraucht sind. Die technologischen Entwicklungen für den Weltraumtourismus, die durch den Wettbewerb der Milliardäre angetrieben werden, dürften mit etwas Zeitverzug die Menschheit insgesamt voranbringen. Vom Wachstum des Zukunftsmarktes Weltraumflüge können auch Investoren profitieren. Chancen bieten insbesondere etablierte Unternehmen mit umfassendem Raumfahrttechnik-Know-how und jahrzehntelanger Erfahrung.



MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & Thorsten Wenzel, Analysten

Hier stellen wir Ihnen Musterportfolios des DZ BANK Research vor. Diese sind rein virtueller Natur und können nur als allgemeine Leitfäden dienen. Sie enthalten keine persönlichen Anlageempfehlungen für den Leser.

DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

Autor: Christian Kahler, 26. August 2021

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

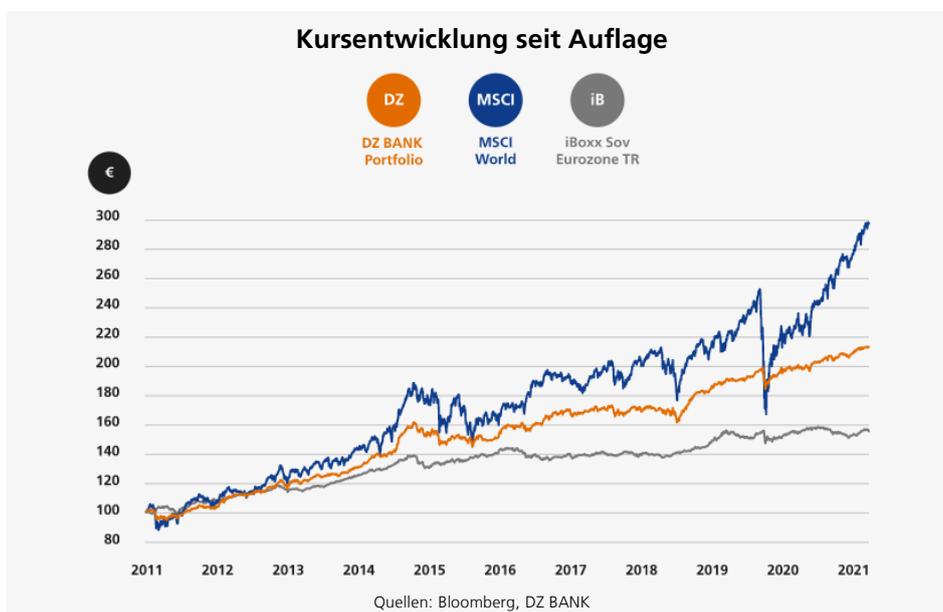
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten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

Vor etwas mehr als zehn Jahren haben wir unser virtuelles Musterportfolio – besser bekannt als „DZ BANK Portfolio“ – eingeführt. In diesem legen wir anhand der quantitativen und qualitativen Einschätzungen der eigenen Analysten und sonstiger öffentlicher verfügbarer Informationen sowie einer eingehenden Chance-Risiko-Bewertung der Vermögensgegenstände eine eigene Musterallokation fest. Im „DZ BANK Portfolio“ wird flexibel in unterschiedliche Vermögensgegenstände investiert, mit dem Ziel, durch kurz- bis mittelfristig orientierte Handelsaktivitäten eine Wertsteigerung von 4% bis 5% im Jahr zu erzielen (Total-Return-Ansatz). Dieses Performanceziel erschien uns damals in Phasen gut laufender Aktienmärkte erreichbar.

Rückblickend hat sich das „DZ BANK Portfolio“ sogar deutlich besser entwickelt als ursprünglich geplant: Statt der angestrebten 4% bis 5% Rendite pro Jahr liegt der durchschnittliche jährliche Wertzuwachs nun bei 7,5%. Damit hat das virtuelle Portfolio seit seiner Auflegung vor zehn Jahren einen kumulierten Gesamtzuwachs von fast 110% erzielt. Insbesondere im Hinblick auf die risikoadjustierte Rendite, das heißt unter Berücksichtigung der Schwankungsbreite, hat das „DZ BANK Portfolio“ ein sehr gutes Ergebnis gezeigt.

Viele der Gefahren, die die Finanzmärkte in den letzten Jahren aus dem politischen, gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Bereich belastet haben, konnten im „DZ BANK Portfolio“ weitgehend vermieden werden, auch wenn wir den Einsatz von Derivaten zur Absicherung von Positionen von vornherein ausgeschlossen haben. Und im Umfeld der Finanzmärkte waren die vergangenen zehn Jahre in vielerlei Hinsicht extrem: Die Covid-19-Pandemie, die EWU-Schuldenkrise sowie die Belastungen durch den Brexit und den ehemaligen US-Präsidenten Donald Trump sind nur einige Beispiele. Doch auch in Zukunft werden sich Stresstests für Kapitalanleger nicht vermeiden lassen. Da voraussichtlich auch die Zinsen niedrig bleiben werden, zeigt der Erfolg unseres „DZ BANK Portfolios“, dass Anleger auch in Zukunft sehr stark auf eine aktive Mischung ihres Portfolios setzen sollten. Dabei spielen Aktien als eine der wenigen Anlageformen, die noch Rendite bringen, eine wichtige Rolle.

Auch im bisherigen Jahresverlauf zeigte das „DZ BANK Portfolio“ eine stabile Entwicklung mit einer Performance von 4,5% per 26. August 2021. Entsprechend haben wir die Zusammensetzung unseres virtuellen DZ BANK Musterportfolios seit der letzten Friedrich-Ausgabe im Juni dieses Jahres nahezu unverändert belassen: Per 26. August 2021 beträgt die Aktienquote 26,8% (DAX: 13,1%, Nasdaq: 7,9% und Emerging-Markets-Aktien: 5,8%) und der Anteil an Anleihen 39,0% (US-Unternehmensanleihen: 14,0%, europäische Unternehmensanleihen: 14,5% und Euro High Yields: 10,5%), die restlichen 34,2% entfallen auf die Kasse.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 8. September 2021

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

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

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

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

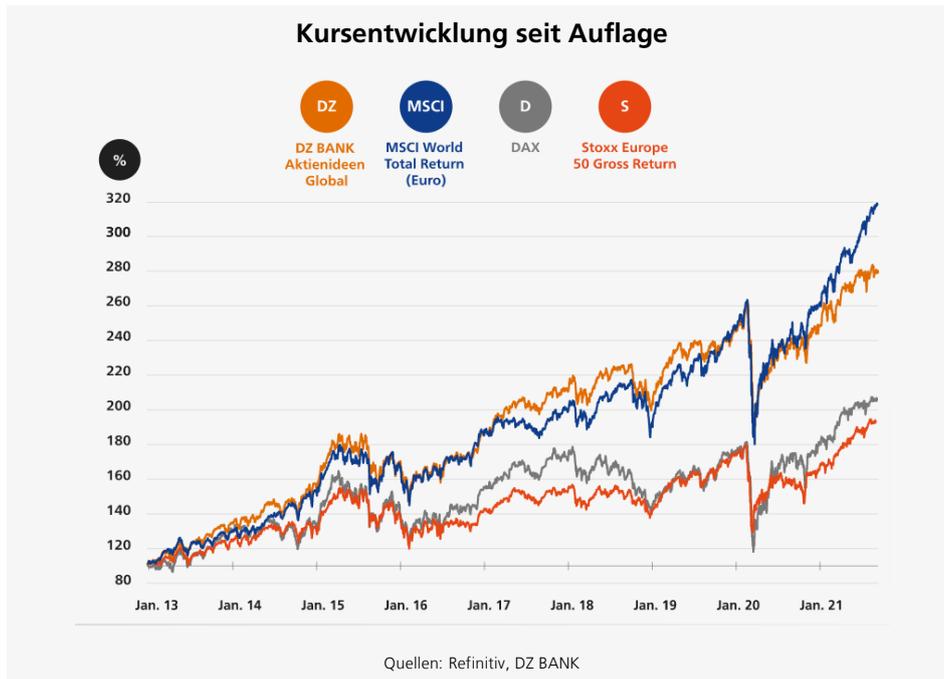
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zum 8. September 2021 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

| Unternehmen | Aufnahme | Stück | Kurs Einstand | Kurs aktuell | Performance absolut |
|----------------------|------------|-------|---------------|--------------|--------------------------|
| BASF | 02.07.2021 | 59 | 67,18 | 65,25 | -2,9% |
| Covestro | 02.07.2021 | 73 | 55,36 | 57,92 | +4,6% |
| Deutsche Post | 30.12.2020 | 98 | 40,50 | 59,54 | +50,3% (inkl. Dividende) |
| Deutsche Telekom | 30.12.2020 | 267 | 14,955 | 17,914 | +23,8% (inkl. Dividende) |
| Fresenius | 22.07.2021 | 98 | 45,45 | 43,35 | -4,6% |
| NORMA Group | 16.06.2021 | 101 | 44,64 | 42,60 | -4,6% |
| Amazon.com | 30.12.2020 | 2 | 2.718,50 | 2.971,00 | +9,3% |
| Applied Materials | 05.03.2021 | 45 | 89,43 | 114,86 | +28,9% (inkl. Dividende) |
| AXA | 24.02.2021 | 201 | 20,305 | 23,645 | +23,5% (inkl. Dividende) |
| Banco Santander | 26.07.2021 | 1.421 | 3,189 | 3,1355 | -1,7% |
| Coca-Cola | 17.02.2021 | 99 | 41,83 | 47,18 | +14,5% (inkl. Dividende) |
| Equinor | 23.02.2021 | 263 | 15,40 | 19,52 | +28,2% (inkl. Dividende) |
| Holcim | 13.01.2021 | 88 | 47,54 | 44,50 | -2,6% (inkl. Dividende) |
| JPMorgan Chase & Co. | 23.06.2021 | 28 | 125,80 | 135,22 | +8,1% (inkl. Dividende) |
| Kering | 25.01.2021 | 7 | 533,00 | 700,60 | +32,5% (inkl. Dividende) |
| Merck & Co. | 08.07.2021 | 67 | 65,45 | 63,58 | -2,9% |
| Microsoft | 30.12.2020 | 21 | 182,86 | 253,55 | +39,4% (inkl. Dividende) |
| Orange | 26.08.2021 | 466 | 9,694 | 9,514 | -1,9% |
| Safran | 05.03.2021 | 34 | 119,10 | 102,86 | -13,3% (inkl. Dividende) |
| Schneider Electric | 28.01.2021 | 33 | 123,80 | 154,40 | +26,8% (inkl. Dividende) |
| TotalEnergies | 30.12.2020 | 112 | 35,59 | 37,62 | +11,3% (inkl. Dividende) |

Stand: 8. September 2021 Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 7. September 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 181,9% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (103,7%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (92,8%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (218,7%). Im laufenden Jahr 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertgewinn von 13,2% verbucht und damit schlechter performed als der DAX (15,5%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (19,3%) sowie der MSCI World Total Return (in Euro) mit 23,8%. Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.



Hinweise

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

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



Grün Ding will Weile haben

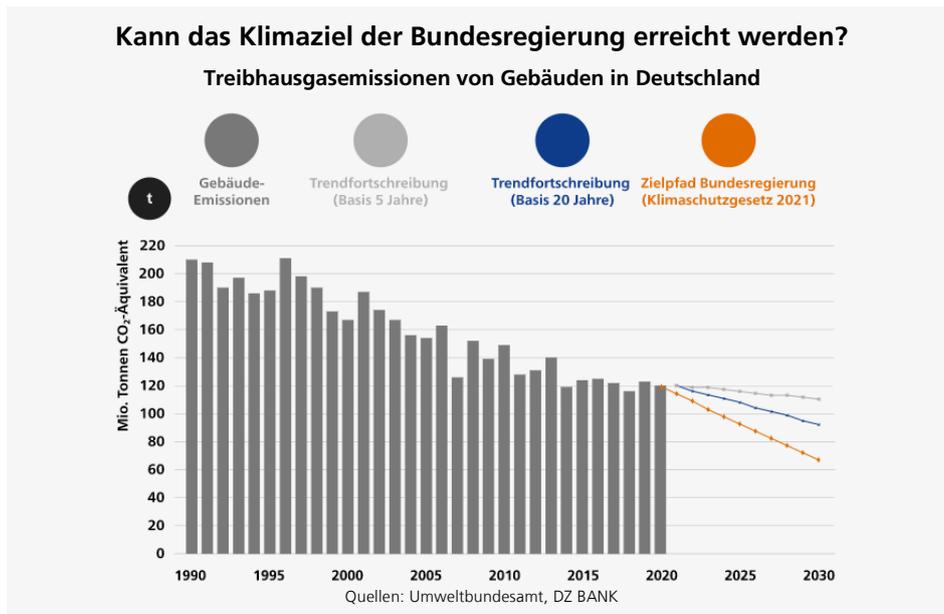
Die klimafreundliche Transformation von Immobilien benötigt Jahrzehnte

WUSSTEN SIE SCHON?

Thorsten Lange, Economist

Idealerweise verursachen Immobilien so gut wie keine Treibhausgase. Das ist etwa der Fall, wenn der Bau überwiegend mit klimafreundlichen Materialien wie Holz erfolgt, mit einer Wärmepumpe geheizt und der Strom mit Photovoltaik erzeugt wird.

Die Realität sieht nicht nur in Deutschland anders aus: Immobilien spielen beim Klimawandel eine zentrale Rolle, sie verursachen durch Neubau und Nutzung fast 40% der globalen Treibhausgasemission. Hohe CO₂-Emissionen von Gebäuden resultieren in Deutschland vor allem aus dem Heizen mit Öl und Gas. Zudem wird oft mit Beton gebaut. Dementsprechend ist viel Zement nötig, dessen Herstellung in beträchtlichem Umfang Treibhausgase verursacht. Dämmen und alternative Heiztechniken ermöglichen zwar erhebliche Treibhausgas-Einsparungen, doch sind größere Erfolge noch nicht im erforderlichen Umfang sichtbar. Trotz der rund 60 Mrd. Euro, die pro Jahr in energetische Sanierungen fließen, stagniert die CO₂-Emission von Gebäuden in Deutschland (ohne Neubau) bei 120 Mio. Tonnen pro Jahr. Gebremst wird der Rückgang, weil die Sanierung des in die Jahre gekommenen Bestands von 43 Millionen Wohnungen wohl eher Jahrzehnte als Jahre benötigt. Hinzu kommt, dass sich der Gebäudebestand von Jahr zu Jahr vergrößert, während die Wohnfläche pro Kopf kontinuierlich ansteigt.



Mit der bisherigen Sinkrate der Treibhausgasemissionen werden die Klimaziele der Bundesregierung verfehlt. Das gilt sowohl für die bisherigen Vorgaben als auch für die 2021 verschärfte Standards. Statt wie bisher um 55% sollen die CO₂-Emissionen bis 2030 nun gegenüber 1990 um 65% sinken. 2040 soll der Rückgang 88% erreicht haben. Die Klimaneutralität ist für 2045 vorgesehen, fünf Jahre früher als bisher. Der Klimazielwert für Gebäude bis 2030 wurde von 70 Mio. auf 67 Mio. Tonnen CO₂ reduziert.

Hält die Emissionsentwicklung der letzten fünf Jahre an, ergibt sich bis 2030 lediglich eine Reduktion auf rund 110 Mio. Tonnen. Sollte sich der 20-jährige Trend linear fortsetzen, könnte zumindest die Marke von 100 Mio. Tonnen unterschritten werden. Doch selbst damit würde das neue Bundesklimaziel für Gebäude weit verfehlt. Um schneller voranzukommen, soll die Energieeffizienz neuer Gebäude steigen, beispielsweise durch den ab 2025 geltenden Standard „Effizienzhaus 40“. Allerdings können sich durch die neue Vorschrift die Baukosten gegenüber der aktuell gültigen Energieeinsparverordnung EnEV 2016 spürbar erhöhen: Schätzungen zufolge liegen die Mehrkosten für den Bau eines 150 Quadratmeter großen Einfamilienhauses bei rund 40.000 Euro.

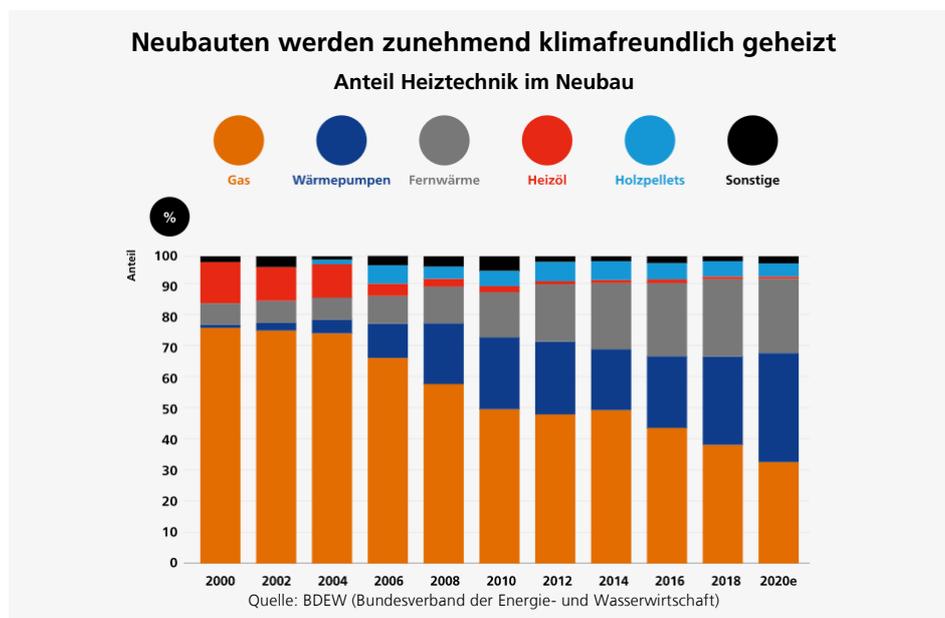


Zielkonflikt bei Sanierungen

Doch nicht nur der energieeffiziente Neubau ist teuer. Auch die Sanierung des Gebäudebestands wird in den nächsten Jahren gewaltige Summen verschlingen. Für ein Einfamilienhaus kommen da schnell fünfstellende Beträge zusammen – etwa für die Dämmung von Dach oder Fassade, neue Fenster sowie eine neue Heizung. Daraus ergibt sich ein Zielkonflikt. Denn schon heute sind viele Familien von den kräftig gestiegenen Preisen für Eigenheime oder den hohen Mieten in den Großstädten finanziell überfordert. Deshalb haben bezahlbares Wohnen und die Dämpfung des Mietanstiegs erheblich an Brisanz gewonnen. Eine warmmietenneutrale Sanierung erscheint jedoch illusorisch, sodass die Wohnkosten für viele Mieter als Folge des Klimawandels zunehmen könnten. Im Falle älterer Wohnungen dürfte durch eine energetische Sanierung zwar auch deren Wohnwert steigen. Doch besteht hier gleichzeitig die Gefahr, dass hohe Kosten für den Klimaschutz Widerstände hervorrufen, wenn die finanzielle Belastung spürbar wird.

Green Buildings sind gefragt, aber Standards fehlen

„Green Buildings“ sollen nachhaltig und klimafreundlich sein. Eine einheitliche Definition für „grüne“ Immobilien fehlt aber bislang. Entsprechende Anhaltspunkte liefern der Energieausweis für Wohngebäude oder Gebäudezertifikate für Gewerbeimmobilien. Doch selbst Gebäude, die ohne Öl und Gas beheizt werden, sind nicht zwingend klimafreundlich, wenn der Bau viele Treibhausgase verursacht hat.



Während die CO₂-Emission beim Betrieb von Immobilien durch klimafreundliche Heiztechnik wie die beliebten Wärmepumpen sowie durch Solarenergie gesenkt werden kann, können beim Neubau Treibhausgase reduziert werden, wenn weniger Beton und Zement zum Einsatz kommen. Vor allem der Bau mit Holz wird immer beliebter. Mehr als ein Fünftel aller Wohn- und Gewerbebauten wird bereits überwiegend aus Holz errichtet, mit steigender Tendenz. Nimmt der Anteil dieses begehrten Baustoffs weiter zu, könnte er in Zukunft erneut knapp und noch teurer werden. Günstig für die Umwelt ist es zudem, wenn Bauabfälle und Bauschutt, die heute etwa die Hälfte des deutschen Abfallaufkommens ausmachen, reduziert werden. So werden beim Prinzip der Kreislaufwirtschaft „Cradle-to-Cradle“ die beim Bau verwendeten Materialien detailliert aufgezeichnet und können beim späteren Abriss leichter wiederverwertet werden. Wenn anstelle von Neubauten die bestehende Bausubstanz stärker einbezogen wird, senkt das den Rohstoffeinsatz schon beim Bau und reduziert den anhaltenden Flächenverbrauch.

Das Interesse wächst

Energieeffiziente Immobilien können einen erheblichen Beitrag leisten, den Anstieg der Erderwärmung zu bremsen. Ebenfalls zur Wahrheit gehört, dass auf Eigentümer, Mieter oder Investoren neue Standards, hohe Kosten und komplexe Entscheidungen zukommen. Unabhängig davon wird es perspektivisch nicht ohne „grüne“ Immobilien gehen. Auch die EU macht Druck. Sie will mit der sogenannten Taxonomie-Verordnung die Kapitalanlage in nachhaltige Investments leiten. Schon heute haben Anleger ein hohes Interesse an ESG-konformen Immobilien, allerdings sind diese noch rar. Bereits zertifizierte Gebäude sind im Vorteil, weil hier viele notwendige Daten schon vorliegen, um die Vorgaben der Taxonomie leichter nachweisen zu können. Doch auch klimafreundliche Immobilien müssen sich wirtschaftlich betreiben lassen. Zu den Herausforderungen zählt des Weiteren die lange Nutzungsdauer von Immobilien. Was heute angepackt wird, ist 2045 – im Zieljahr der Klimaneutralität – oft noch in Betrieb, ohne dass die zukünftigen Standards absehbar wären.

Die Geschwindigkeit, mit der das Angebot an klimafreundlichen Immobilien ausgeweitet wird, ist jedoch Restriktionen wie Kapazitätsengpässen und Wirtschaftlichkeit unterworfen. Allerdings dürfte auf der Nachfrageseite – sowohl bei Mietern als auch bei Investoren – das Interesse an nachhaltigen Gebäuden in den kommenden Jahren weiter zulegen. Sie werden wohl ein knappes Gut mit entsprechend hohen Preisen und Mieten bleiben. Dagegen wird die Nachfrage nach Gebäuden mit schlechter Klimabilanz voraussichtlich spürbar nachlassen, nicht zuletzt weil sie in Zukunft wohl immer schwerer zu finanzieren sind.



Grüner Stahl?

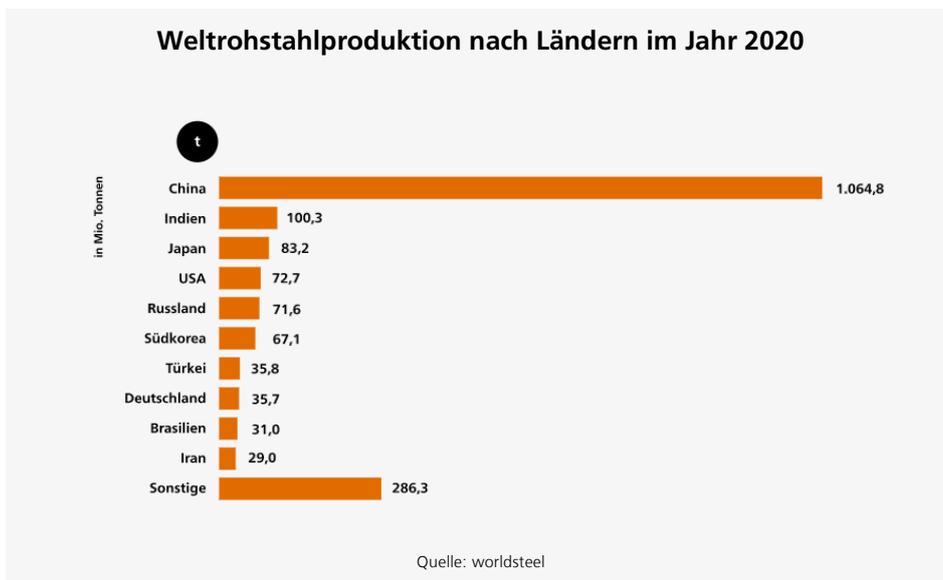
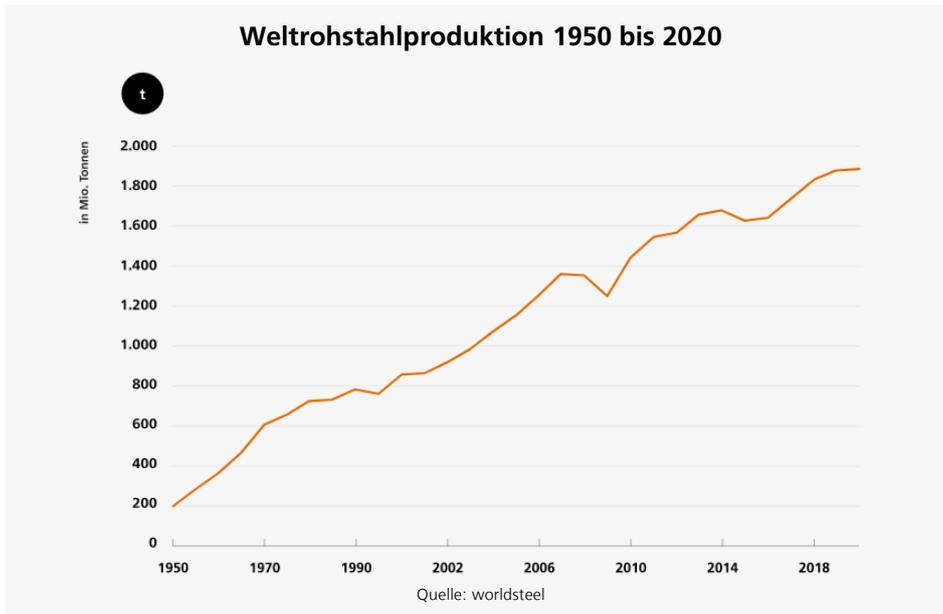
Und warum der Wandel dahin nicht mehr aufzuhalten ist

WAS IST EIGENTLICH?

Dirk Schlamp, Analyst

Schätzungen zufolge ist die Stahlindustrie für 10% des weltweiten CO₂-Ausstoßes verantwortlich. Entsprechend groß ist der Hebel für mehr Klimaschutz, sollte es gelingen, Stahl emissionsärmer zu produzieren. Die umfangreichen europäischen Klimaziele erhöhen den Druck auf alle namhaften Stahlproduzenten, schneller geeignete Verfahren zu etablieren.

Rund 73% des weltweiten Roheisens wird im Hochofen erzeugt. Bei diesem konventionellen Verfahren führt die Verwendung kohlenstoffhaltiger Reduktionsmittel – insbesondere Koks Kohle – zu erheblichen Treibhausgasemissionen. So entstehen je Tonne Hochofenstahl rund zwei Tonnen Kohlendioxid. Und das, obwohl insbesondere in der EU die etablierten Verfahren im Hinblick auf die CO₂-Emissionen und den Energieverbrauch schon stark optimiert sind. Um Stahl klimaneutral oder zumindest unter geringen Treibhausgasemissionen – also als grünen Stahl – herzustellen, braucht es alternative Technologien. Solche Verfahren gibt es bereits, nur müssen sie nun skaliert und in einen industriellen Maßstab überführt werden. Dies bringt enorme Herausforderungen mit sich.

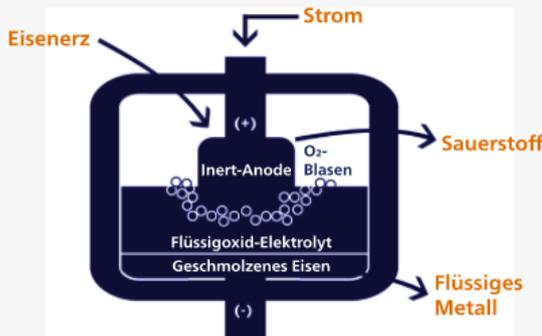


Neue Wege der Stahlherstellung

Es existieren bereits verschiedene Ansätze, umweltfreundlicheres Roheisen zu erzeugen, das später zu Stahl weiterverarbeitet wird. Eine relativ einfache Möglichkeit ist es, mehr Stahl- und Eisenschrott zu verwenden, um die Kohlenstoffdioxid-Emissionen in der Stahlherstellung zu senken. Stahl, der aus Recyclingmaterial gewonnen wird, benötigt in der Herstellung weniger Energie, schont zudem die natürlichen Ressourcen und es wird prozessbedingt weniger CO₂ emittiert. Allerdings ist derzeit nicht genügend Stahlschrott verfügbar, um die weltweit wachsende Stahlnachfrage zu decken. Dennoch gehen wir davon aus, dass der Anteil von Schrott in der Stahlherstellung in Zukunft weiter steigen wird.

Ein weiterer Ansatz, grünen Stahl zu erzeugen, ist die Metalloxidelektrolyse, die von dem US-amerikanischen Unternehmen Boston Metal weiterentwickelt wird. Bei diesem Verfahren wird Eisenerz mittels Elektrizität in Roheisen umgewandelt, wobei als Nebenprodukt ausschließlich Sauerstoff entsteht. Bislang können mit dem stromintensiven Verfahren jedoch nur vergleichsweise kleine Mengen an Roheisen erzeugt werden. Weitere Dekarbonisierungsansätze in der Stahlindustrie sind die Nutzung und Verarbeitung von anfallendem CO₂ zu Rohstoffen für die chemische Industrie sowie die Direktreduktion mittels Erdgas und Wasserstoff.

Funktionsweise der Schmelzoxidanalyse



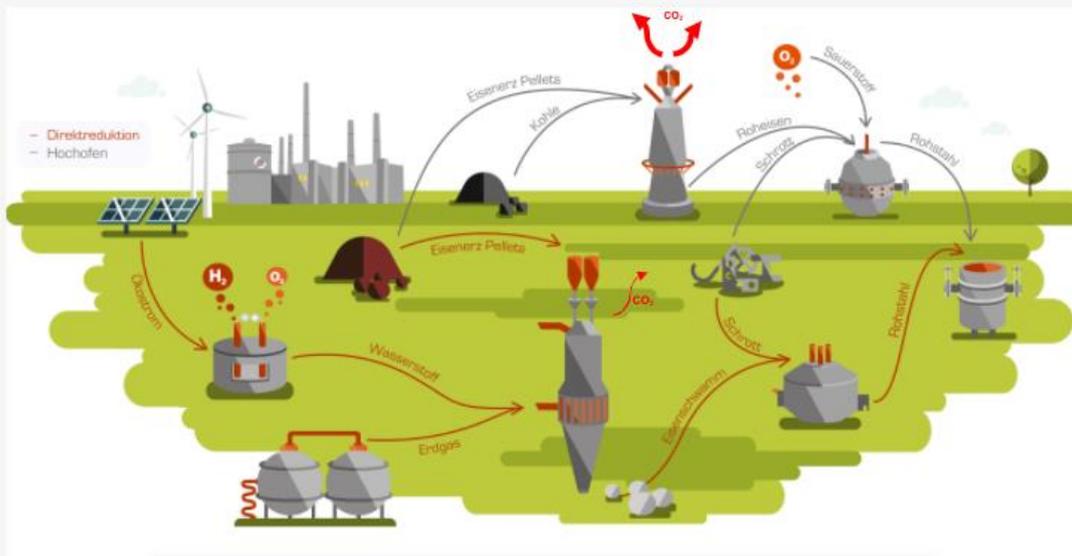
- Reduktionsmittel:** Elektronen
- Ausgangsstoff:** Konzentrate oder reine Oxide
- Elektrolyte:** Geschmolzene Oxide (CaO, MgO, etc.)
- Temperatur:** bis zu 2.000°C
- Produkte:** Reine Metalle oder Legierungen

Quelle: Boston Metal

Grüner Stahl mit Wasserstoff

Die Direktreduktion von Eisenerz verfolgen unter anderem thyssenkrupp und Salzgitter. Bereits heute stehen kommerzielle Direktreduktionsanlagen zur Verfügung, die größtenteils Erdgas als Reduktionsmittel nutzen. Perspektivisch soll dieses zunehmend durch Wasserstoff ersetzt werden, der idealerweise aus regenerativer Energie (Wind oder Solar) mittels Power-to-Gas gewonnen wird. Wird Eisenoxid direkt mit Wasserstoff zu Roheisen reduziert, kann Stahl nahezu klimaneutral produziert werden: Als Nebenprodukt entsteht lediglich Wasser.

Konventionelle Stahlproduktion versus Direktreduktion mit Wasserstoff



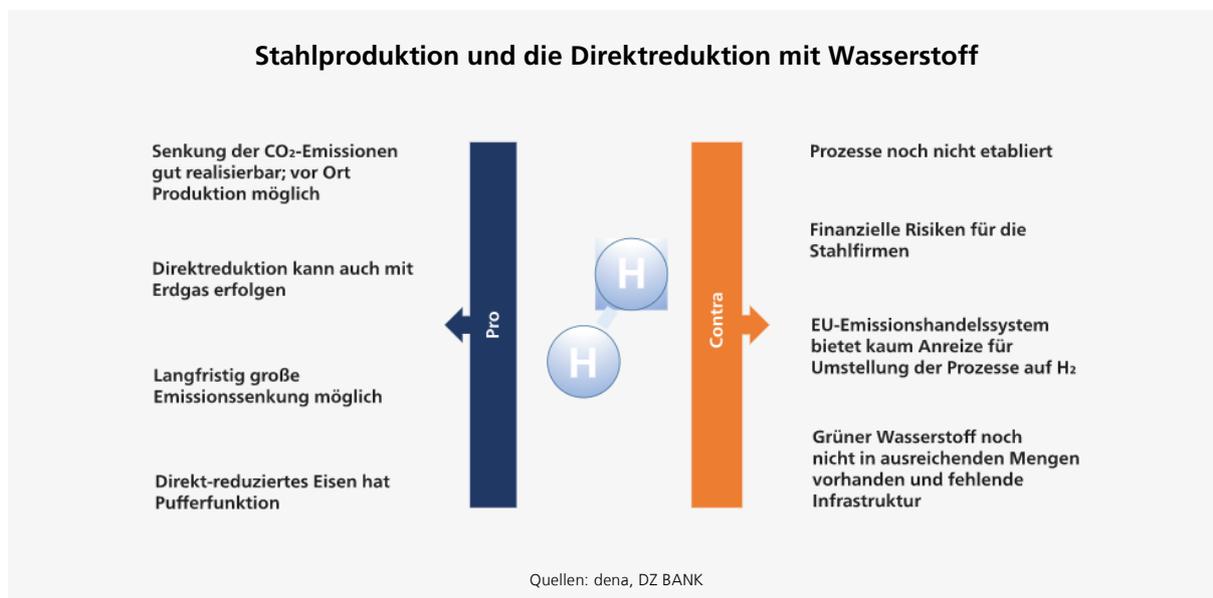
Erläuterung: Herstellung des Wasserstoffs kann dort geschehen, wo er gebraucht wird. Ansonsten ist der Aufbau einer Infrastruktur notwendig. Die Direktreduktion kann mit Erdgas oder Wasserstoff erfolgen und sukzessive auf grünen Wasserstoff umgestellt werden. Eisenschwamm kann vorproduziert werden und hat eine Pufferfunktion.

Quellen: Salzgitter AG, DZ BANK

Neue Ansätze zur Klimaneutralität

thyssenkrupp setzt bei seiner Transformation zur Klimaneutralität, die in der EU bis 2050 erreicht werden soll, auf zwei Pfade: zum einen auf die Vermeidung von CO₂ durch den Einsatz von Wasserstoff und zum anderen auf die Nutzung und die Verarbeitung von anfallendem CO₂ zu Rohstoffen für die chemische Industrie. Bereits 2030 will thyssenkrupp jährlich 3 Mio. Tonnen klimaneutralen Stahl anbieten und so rund 6 Millionen Tonnen CO₂ pro Jahr einsparen. Bis 2050 sollen alle kohlebasierten Hochöfen durch wasserstoffbetriebene Direktreduktionsanlagen ersetzt werden.

Dagegen verfolgt der zweitgrößte deutsche Stahlhersteller Salzgitter eine reine CO₂-Vermeidungsstrategie. Das entsprechende Projekt – Salzgitter Low CO₂ Steelmaking (SALCOS) – wurde bereits 2015 ins Leben gerufen. SALCOS setzt auf Direktreduktion, die perspektivisch komplett mit grünem Wasserstoff betrieben werden soll. Salzgitter plant, seine Hochöfen schrittweise durch Direktreduktionsanlagen zu ersetzen, sodass erste Anlagen 2026 in Betrieb gehen könnten. Der benötigte Wasserstoff soll mittels Elektrolyse aus regenerativem Strom erzeugt werden. Auf diese Weise will Salzgitter Flachstahl bis 2050 die CO₂-Emissionen um über 95% senken.

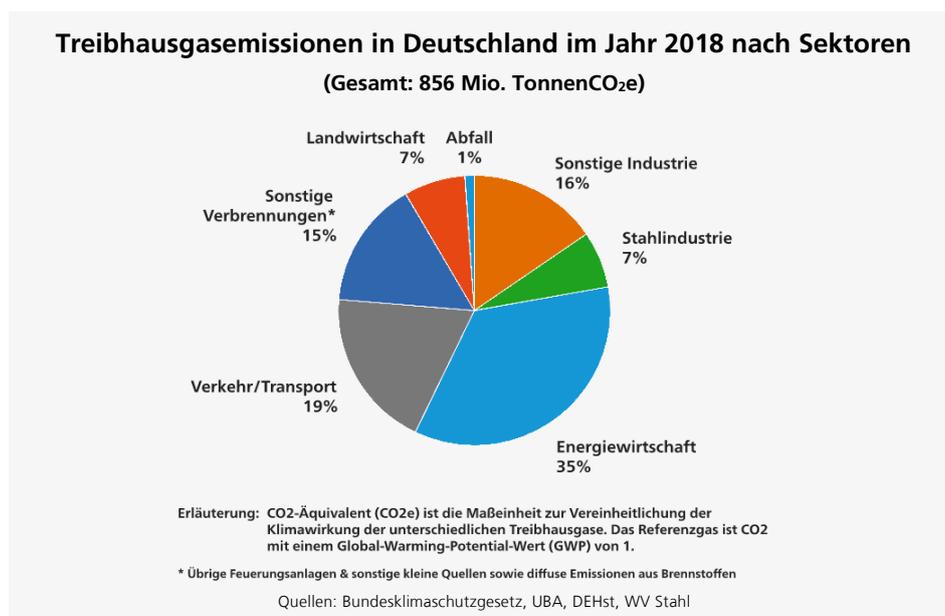


Auch Autobauer setzen auf grünen Stahl

Viele deutsche Autobauer verfolgen das Ziel einer CO₂-neutralen PKW-Neuwagenflotte entlang der gesamten Wertschöpfung. Ein wichtiger Schritt auf diesem Weg ist die E-Mobilität. Ein weiterer Ansatzpunkt sind die Lieferketten, die zunehmend in den Fokus rücken. So dürften Autobauer zukünftig verstärkt auf grünen Stahl setzen, weil sich dadurch die CO₂-Emissionen in den Stahl-Lieferantennetzwerken reduzieren lassen. Ende Juli 2021 hatte beispielsweise die Salzgitter AG bekannt gegeben, dass CO₂-arme Stahlgütern auf großes Interesse stoßen und sie vier deutsche Werke der Mercedes-Benz AG mit grünen Flachstahlprodukten beliefern. BMW hat im März 2021 mitgeteilt, in das von dem Start-up Boston Metal entwickelte Verfahren zur CO₂-freien Stahlproduktion investiert zu haben, während sich Daimler Ende Mai am schwedischen Start-up H2 Green Steel (H2GS) für den Einsatz von CO₂-freiem Stahl in Serienfahrzeugen beteiligt hat.

Transformation schreitet voran

Die Transformation hin zu grünem Stahl bietet erhebliche Chancen für mehr Umweltschutz. Bei einer erfolgreichen Dekarbonisierung der Stahlindustrie könnten allein in Deutschland rund 30% der CO₂-Emissionen in der Industrie eingespart werden. Gleichzeitig stellt dieses Vorhaben den Stahlsektor auch vor große Herausforderungen – gerade im Hinblick auf Investitionen sowie den operativen Geschäftsbetrieb und nicht zuletzt den Wettbewerb. So schätzt die Wirtschaftsvereinigung Stahl, dass für die Transformation der deutschen Stahlindustrie bis 2030 Investitionen von rund 10 Mrd. Euro notwendig sind, die sich bis 2050 auf insgesamt rund 30 Mrd. Euro aufsummieren. Darüber hinaus muss im Zuge der erwarteten Transformation der europäischen Stahlindustrie auch gewährleistet sein, dass die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Produktionsstandorten außerhalb Europas bestehen bleibt. Denn grüner Stahl ist in der Herstellung teurer und damit auf dem Weltmarkt nicht wettbewerbsfähig, wenn nur auf den Preis geschaut wird. Somit besteht insbesondere für die Stahlindustrie das Risiko von Produktions- und Emissionsverlagerungen ins außereuropäische Ausland, das sogenannte „Carbon Leakage“. Abhilfe bei all diesen Schwierigkeiten kann hier das neue EU-Programm „Fit for 55“ schaffen. Sofern es den Vorschlägen entsprechend umgesetzt wird, sollte es unseres Erachtens sogar als Katalysator für die Transformation zum Wasserstoff-Stahl wirken. Denn dadurch würde nicht nur der Ausstoß von CO₂ in Zukunft noch teurer und Gratiszuteilungen gekürzt werden. Darüber hinaus könnte ein Grenzausgleichsmechanismus die Abwanderung der Produktion ins Ausland verhindern.



Die Politik muss liefern

Vielversprechend erscheint uns die Direktreduktion mittels Wasserstoff – ein Ansatz, auf den neben dem Weltmarktführer ArcelorMittal auch die beiden deutschen Stahlkonzerne thyssenkrupp und Salzgitter setzen. Wird dieser Prozess perspektivisch von Erdgas komplett auf grünen Wasserstoff umgestellt, lassen sich die CO₂-Emissionen erheblich reduzieren. Allerdings liegen die CO₂-Vermeidungskosten noch deutlich oberhalb der wirtschaftlich tragbaren Lasten, sodass Power-to-Gas-Direktreduktionsanlagen momentan für den Sektor nicht wirtschaftlich sind. Das heißt: Grüner Stahl ist derzeit wesentlich teurer als konventioneller Stahl. Damit der Wandel zur klimafreundlichen Version gelingen kann, muss die Politik auf nationaler und europäischer Ebene für die richtigen Rahmenbedingungen sorgen, insbesondere im Hinblick auf die Förderung, Wettbewerbsfähigkeit und die Wasserstoffversorgung.



THINK-TANK

Torsten Hähn, Analyst

Die EU möchte den CO₂-Ausstoß in Europa deutlich reduzieren. Der Weg dahin wird mit Anstrengungen und Aufwendungen verbunden sein. Damit diese nicht einseitig zulasten der europäischen Industrie gehen, schlägt die EU-Kommission einen speziellen Ausgleichsmechanismus vor.

Die klare Botschaft aus den Nachrichten des Sommers 2021 ist: Der Handlungsdruck, die Erderwärmung zu beschränken, wächst. Damit steigt auch die Notwendigkeit, den Ausstoß von Treibhausgasen in der Wirtschaft dynamisch zu reduzieren. Um diesen Wandel zu beschleunigen und entsprechende Innovationen anzustoßen, sind auch monetäre Anreize beziehungsweise monetärer Druck mögliche Lösungswege. Letzteres bedeutet, die Signalwirkung des Preises für den CO₂-Ausstoß noch stärker zu nutzen – beispielsweise über eine Straffung und Ausweitung des europäischen Systems des CO₂-Emissions(rechte)handels. Diesen Weg möchte das Maßnahmenpaket „Fit for 55“ einschlagen. Allerdings können sich hierbei Schwierigkeiten ergeben. Angefangen bei einer Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie bis hin zu einer ungewollten Mehrproduktion von CO₂-Emissionen in anderen Ländern. Abhilfe verspricht ein CO₂-Grenzausgleichssystem, der sogenannte Carbon Border Adjustment Mechanism, kurz CBAM.

Gleiche Wettbewerbsbedingungen fehlen

Einhergehen soll die Straffung des europäischen CO₂-Emissionshandels für die derzeit unter das System fallenden Branchen (Versorger und energieintensive Industrien) mit einer Anhebung des CO₂-Reduktionszieles inklusive deutlicherer Absenkungen der jährlichen Emissionsobergrenzen. Zusätzlich soll das System auf weitere Branchen ausgeweitet werden. Welche Auswirkungen „Fit for 55“ auf den Preis der CO₂-Emissionsrechte haben wird, hängt von der Umsetzung der Vorschläge ab. Aber die Vermutung liegt nahe, dass die Kosten sowie die Innovationsaufwendungen für betroffene Produzenten mit Sitz in der EU steigen werden.

Das könnte sich negativ auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der entsprechenden Hersteller auswirken. Denn bislang fehlt ein allgemeingültiger CO₂-Preis, den weltweit alle Produzenten – beispielsweise von Zement – gleichermaßen zu entrichten haben. Hätten also nur die Europäer derartige Kosten zu

schultern, würden EU-Produzenten möglicherweise benachteiligt. Bislang umschifft man diese Klippe durch das Gewähren von freien Emissionsrechten. Diese sollen aber im Rahmen der oben skizzierten Strafung schrittweise auslaufen. Ein weiteres Problem ergäbe sich aus der Verlagerung der Produktion von CO₂-intensiven Gütern aus der EU in solche Länder, in denen keine strengen Emissionsauflagen gelten. Dieses sogenannte *Carbon Leakage* würde dem Ziel einer CO₂-Reduzierung durch Innovation und Wandel entgegenwirken. Im schlechtesten Fall könnten die Treibhausgasemissionen sogar ansteigen, wenn mehr in Ländern mit deutlich niedrigeren Standards produziert würde.

Die Idee: zusätzliche Import-Zertifikate

Zur Lösung dieser Probleme hat die EU-Kommission als Teil von „Fit for 55“ das CO₂-Grenzausgleichssystem vorgeschlagen. In dessen Rahmen müssten die Importeure CO₂-intensiver Güter für die jeweils enthaltenen Emissionen zusätzliche CBAM-Zertifikate erwerben, welche die Kosten der Einfuhren erhöhen. Dabei soll der Preis für die Importzertifikate den Preis für CO₂-Emissionsrechte gemäß dem EU-Emissionshandelssystem reflektieren. Gelten soll der CBAM anfänglich für die energieintensiven Branchen Zement, Stahl, Aluminium und Düngemittel sowie für Elektrizitätserzeugung außerhalb der EU. In der für den Mechanismus geplanten Übergangsphase von 2023 bis Ende 2025 müssen Importeure der genannten Güter die im Produktionsprozess eingebetteten CO₂-Emissionen darlegen. Bis 2035 soll der CBAM dann effektiv umgesetzt werden, während die freien Emissionsrechte für die betroffenen Branchen in der EU graduell auslaufen.

Technisch wie politisch eine Gratwanderung

Im Idealzustand kann der CBAM also drei positive Wirkrichtungen entfalten: Er schützt europäische Unternehmen gegenüber der Konkurrenz aus Drittstaaten mit niedrigen CO₂-Standards. Gleichzeitig haben EU-Unternehmen keinen Vorteil davon, ihre Produktion ins außereuropäische Ausland zu verlagern. Darüber hinaus könnte er Drittstaaten motivieren, die eigene Produktion – durch Innovation oder Regulierung – ebenfalls CO₂-ärmer zu gestalten. Und in der Tat plant Brüssel, die bereits in den Drittstaaten entrichteten CO₂-Bepreisungen im CBAM anzurechnen.

All das hängt letztlich von der tatsächlichen Ausgestaltung und Umsetzung der entsprechenden Maßnahmen im Paket „Fit for 55“ ab. Neben technischen Herausforderungen – wie der Berechnung der eingebetteten CO₂-Emissionen – sind auch politische Hürden vorstellbar. Dies gilt innerhalb der EU, wo einzelne Länder ungeachtet des CBAM Sorgen um die internationale Wettbewerbsfähigkeit ihrer Industrien äußern dürften. Dies gilt aber auch hinsichtlich der externen Wirtschaftsbeziehungen der EU. Drittstaaten könnten Brüssel mit Blick auf die betroffenen Exportbranchen Protektionismus und einen Verstoß gegen die Regeln der Welthandelsorganisation (WTO) vorwerfen. Auch wenn Brüssel der Auffassung ist, keinen solchen Verstoß zu begehen, muss die Idee, mit dem CBAM andere Staaten von einer ähnlichen CO₂-(Preis-)Politik zu überzeugen, nicht überall auf fruchtbaren Boden fallen.

Möglicher Erfolg für alle

Um die ambitionierten EU-Klimaziele zu erreichen, sollen auch die Preissignale aus dem hiesigen Emissionshandel stärker genutzt werden. Im Idealfall wird dabei die grüne Innovationskraft der Wirtschaft innerhalb – möglicherweise sogar außerhalb – der EU stärker aktiviert. Um hier ein für EU- und Nicht-EU-Produzenten gleichermaßen ebenes Wettbewerbsfeld zu schaffen, soll der CO₂-Grenzausgleichsmechanismus eingerichtet werden. Sofern die technischen und politischen Hürden überwunden werden, dürfte der CBAM ein wichtiger und innovativer Baustein auf dem Weg zur europäischen Klimaneutralität sein und im besten Fall der Startpunkt für eine Diskussion über einen angemessenen globalen CO₂-Preis.

Wir sind alle Klimasünder

Diogenes und das CO₂-Problem

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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

Mit Chemie hatten die alten Griechen wenig am Hut. Als Spätfolge davon ist auch Diogenes auf diesem Gebiet immer noch recht begriffsstutzig. Obschon als Philosoph dem Unsichtbaren und Unfassbaren durchaus zugeneigt, kann er sich unter CO₂ – Kohlendioxid – kaum mehr vorstellen als die Blasen im Sprudelwasser.

Aber auch ohne Chemiekenntnisse kann er gut verstehen, weshalb sich seit Mitte des letzten Jahrhunderts die Erde erwärmt. Er war ja mit dabei, wie sich seit 1950 der Verkehr zu Lande, zu Wasser und in der Luft vervielfacht hat, wie fast jeder eine Zentralheizung bekam und wie wir uns inzwischen auf Elektrizität verlassen, als ob sie naturgegeben sei. All diese Errungenschaften werden durch Verbrennung von fossilen, nicht erneuerbaren Rohstoffen angetrieben. Diogenes hat an dieser Stelle schon einmal darüber geklagt, dass die Menschheit seit der Entdeckung der unterirdischen Schätze dabei ist, so ziemlich alles zu verbrennen, was auf der Erde an Brennbarem über Jahrtausende entstanden ist. Wir beuten heute in rasendem Tempo die in toten Pflanzen und Tieren gespeicherte Sonnenenergie aus – das ist jetzt keine moralisierende Aussage, sondern ein naturwissenschaftliches Faktum.

Es muss jedem klar sein, auch den nicht-antiken Denkern, dass es so nicht mehr lange weitergehen kann. Und das Umsteuern hat ja auch schon begonnen. Es wird aber gebremst durch die Furcht vor Einbußen in unserem Lebensstandard und hohen volkswirtschaftlichen Kosten.

Das Kostenargument findet Diogenes nicht überzeugend. Gesamtwirtschaftlich gesehen sind die Kosten des einen ja das Einkommen des anderen. Von echten volkswirtschaftlichen Kosten des Klimaschutzes dürfte man nur sprechen, wenn Klimaschutzpolitik dazu führen würde, dass das künftige Wirtschaftswachstum geringer ausfällt als ohne sie. Es besteht aber doch Konsens, dass das Gegenteil richtig ist: Kli-

Klimaschutz ist langfristig gut für das weltwirtschaftliche Wachstum, und ein Verzicht darauf würde irreparable Schäden bedeuten. Mit der politischen Entscheidung für den Klimaschutz hat sich damit das Kostenargument quasi von selbst erledigt.

Um den Lebensstandard macht sich Diogenes schon eher Gedanken. So wünscht er sich zum Beispiel, dass viele Menschen auch in Zukunft Gelegenheit haben, in ferne Länder zu fliegen. Wer etwas von der Welt gesehen hat, kann eher verstehen, dass viele Probleme (nicht allein die Erderwärmung) nur zu lösen sind, wenn auch Länder mitarbeiten, die vielleicht nicht so sehr davon betroffen sind.

Bezüglich seines persönlichen Lebensstandards ist Diogenes bekanntlich nicht sehr anspruchsvoll. Zum Beispiel ist er in der Stadt sowieso lieber zu Fuß oder mit dem Fahrrad unterwegs als mit dem Auto – aber nicht bei jedem Sauwetter. Im Haus zieht er im Winter gern einen Pullover an – aber 19 Grad sollte die Wohnung schon haben. Wirklich schwerfallen würde ihm der Verzicht auf Reisen. Er muss sich wohl eingestehen, dass auch er ein CO₂-Sünder ist.

Die Erlösung wird von Forschung und Technologie kommen müssen. Das am hellsten leuchtende Beispiel dafür, was da alles möglich ist, sind LED-Lampen, die nur etwa ein Zehntel des Energieverbrauchs herkömmlicher Glühlampen haben. Wenn das nur auch bei Autos, Flugzeugen und Heizungen zu schaffen wäre ...



Hinweise

1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.

2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.

3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

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

Stand: 8. September 2021

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelegt sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„**Attraktiv**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„**Unattraktiv**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„**Neutral**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht** begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

„**Übergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„**Untergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage entspricht.

Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihe-segment mit „Übergewichten“ und ein Anleihe-segment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihe-segmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihe-segmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihe-segmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihe-segments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im Anleihe-segment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden Länder-segments (Sub-Index im iBoxx € Covered Index) mit dem Gesamtindex (iBoxx € Covered Index). Maßgeblich für die erwartete Performance ist der Credit Spread Return.

4.6 Derivate

Bei Derivaten (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future) indizieren die verwendeten Pfeile (↑)(↓)(↔) nur die Trendrichtung, beinhalten jedoch keine Anlageempfehlung. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, ohne eine eigene Bewertung des Analysten wiederzugeben.

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (↔)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen unverbindlichen Anhalt dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research-Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research-Information mit sofortiger Wirkung.

Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen: zwölf Monate

Analysen nach dem Value-Ansatz: ein Monat

Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio): ein Monat

Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten): ein Monat

Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten): drei Monate

Aktienindizes (fundamental): drei Monate

Währungsräume: sechs bis zwölf Monate

Gewichtung von Marktsegmenten: sechs Monate

Gesamtmarktstrategie: sechs Monate

Branchenstrategie Unternehmensanleihen: sechs Monate

Strategie Covered Bonds: sechs Monate

Derivate

(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat

Rohstoffe: ein Monat

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

5.5 Sofern Aktualisierungen zukünftig unterbleiben, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.

6.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten freigegeben.

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

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur, vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

Informations- und Datendienste (z. B. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher **nicht alleinige Grundlage** für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten, allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

II. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

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

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

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

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

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

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurservartungen, 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 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.