

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#4/2021
Dezember 2021

Weihnachten ohne Geschenke?

Globale Lieferketten werden für Industrie, Handel und Verbraucher
zum Problem

Inhalt

AUSGABE #4 / 2021



IM FOKUS

Weihnachten ohne Geschenke?

Globale Lieferketten werden für Industrie, Handel und Verbraucher zum Problem

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Strahlende Aussichten

Sehr gute Gewinnprognosen auch für 2022

Seite 8



ANLAGESTRATEGIE

Mit Zuversicht ins neue Jahr

Nachholeffekte beflügeln Weltwirtschaft ab Sommer

Seite 11



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Ist das noch Wetter?

Wie zunehmendes Extremwetter die Versicherer vor Herausforderungen stellt

Seite 14



MISCHPULT

Musterportfolio

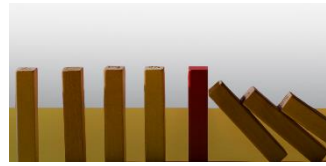
Seite 19



**WUSSTEN SIE SCHON?
Die Welt in Boxen**

Wie Frachtboxen die Handelsrouten und Weltmeere eroberten

Seite 25



**WAS IST EIGENTLICH
Just-in-time-Produktion**

Kettenreaktion mit Folgen

Seite 28



THINK-TANK

Kein Ausweg aus dem Schweinezyklus?

Zyklische Schwankungen als anhaltende Herausforderung

Seite 30



GLOSSE

Und wir dachten, das läuft alles von selbst...

Diogenes und das globale Produktionssystem

Seite 32

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 34

Aus dem Tritt geraten ...

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

haben Sie schon alle Weihnachtsgeschenke besorgt? Dieses Jahr könnte es vor allem für die Last-Minute-Shopper unter Ihnen schwierig werden, noch das passende Präsent für Ihre Lieben zu finden. Denn nicht nur sorgen die 2G+- oder 3G-Regelungen im Einzelhandel sicherlich für ein deutlich weniger weihnachtliches Einkaufsfeeling, die zum Teil gravierenden Lieferschwierigkeiten bei beliebten Geschenkartikeln dürften die Suche noch wesentlich verkomplizieren.

In der Jahresschlussausgabe unseres Friedrich-Magazins nehmen wir die aktuellen Probleme im komplizierten System des weltweiten Warenhandels einmal genauer unter die Lupe. Denn derzeit stauen sich vor vielen Seehäfen die Containerschiffe in langen Schlangen und warten auf Abfertigung. Dies führt zu explodierenden Frachtraten und Materialengpässen. Wichtige Lieferketten sind unterbrochen. Zusätzlich herrscht allgemein ein Mangel an Computerchips. Ohne diese wichtige Ressource geraten Produktionsabläufe vor allem in der Automobilbranche und bei Herstellern von Computern sowie Unterhaltungselektronik ins Stocken und Bänder stehen zeitweise still. Die Probleme, die daraus entstehen, sind mittlerweile auch bei uns in Industrie, Handel und beim Verbraucher spürbar. Kunden warten teilweise wochen- oder gar monatelang auf bestellte Artikel oder müssen auf weniger beliebte Alternativen ausweichen.

In unserem Experten-Interview sprechen wir zum Thema „Lieferketten“ mit Hans-Jörg Heims von der Hamburger Hafen Logistik AG, der interessante Einblicke in die Container-Logistik gibt. Unser Auto-Experte Michael Punzet erklärt in „Was ist eigentlich?“ die Just-in-time-Produktion und wie ein auf Effizienz getrimmtes System durch die Pandemie in ernste Probleme gestürzt wurde. Und schließlich erläutert Sophie Oertmann den „Schweinezyklus“, oder warum fortgesetzte Erwartungsfehler zu immer wiederkehrenden Schwankungen von Angebot und Nachfrage führen können.

Daneben befassen wir uns in unserem „Research-Spezialthema“ mit den aktuellen Herausforderungen für die Versicherungsbranche. Die Sturzfluten und Überschwemmungen in diesem Sommer haben insbesondere im Westen Deutschlands verheerende Schäden angerichtet. Die volkswirtschaftlichen Kosten sind enorm. Wie die Versicherer damit umgehen und welche Perspektiven sich für die Branche ergeben, analysiert unser Experte Thorsten Wenzel.

Auch wenn zu Weihnachten nicht alle Wünsche erfüllt werden können – oder vielleicht gerade deshalb: Haben Sie ein besinnliches Weihnachtsfest und einen guten Jahresausklang!

Mit den besten Wünschen für das Jahr 2022,

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



Weihnachten ohne Geschenke?

Globale Lieferketten werden für Industrie, Handel und Verbraucher
zum Problem

IM FOKUS

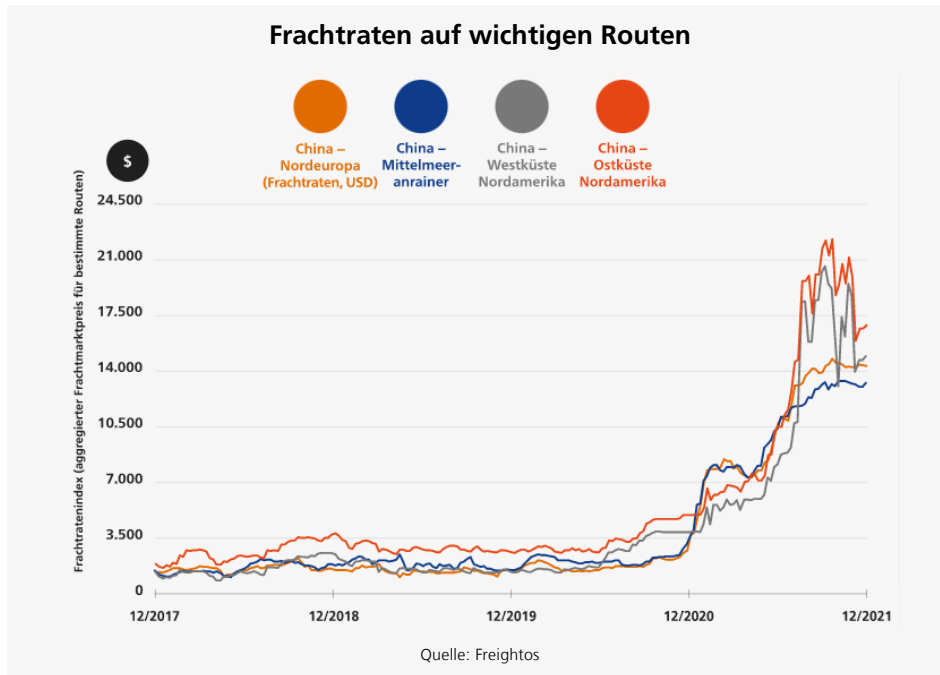
Julian Geib, Research-Assistent, und Michael Stappel, Economist

Containerschiffe, die sich vor den großen Seehäfen stauen und ein Halbleiternmangel, der die Produktion von Autos und Handys behindert: Seit Monaten bestimmen massive Lieferkettenprobleme die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse. Eine schnelle Entspannung ist nicht in Sicht. Wie wirkt sich das auf das Weihnachtsgeschäft aus?

Weltweit sammeln sich vor vielen Seehäfen die Containerschiffe in langen Schlangen und warten auf Abfertigung. Besonders in den USA ist die Lage an den wichtigen Häfen der Westküste sehr angespannt. Die Folge: Explodierende Frachtraten und Materialengpässe. Wichtige Lieferketten sind unterbrochen. Zusätzlich herrscht allgemein ein Mangel an Computerchips. Ohne diese wichtige Ressource geraten Produktionsabläufe vor allem in der Automobilbranche und bei Herstellern von Computern sowie Unterhaltungselektronik ins Stocken. Zeitweise stehen Bänder sogar still. Die Probleme, die daraus entstehen, sind mittlerweile auch hierzulande spürbar – in Industrie, Handel und beim Verbraucher. Kunden warten teilweise wochen-, ja gar monatelang auf bestellte Artikel oder müssen auf weniger beliebte Alternativen ausweichen.

Keine schnelle Besserung in Sicht

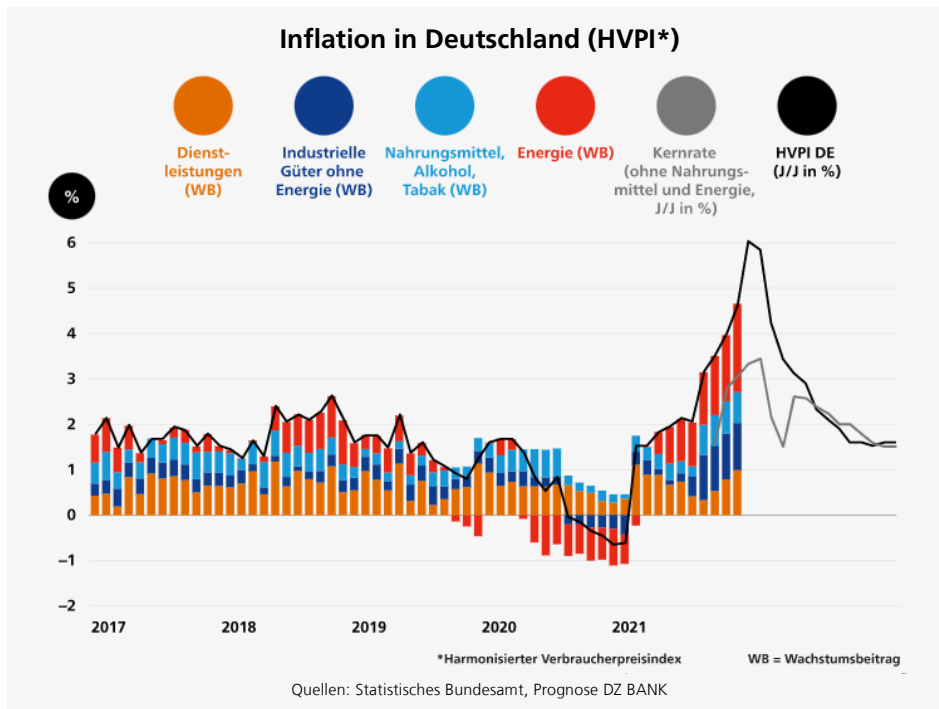
Eine Normalisierung des Frachtverkehrs noch vor Weihnachten gilt als unrealistisch. Denn die Transportnachfrage bleibt durch die wirtschaftliche Erholung von den Auswirkungen der Corona-Pandemie hoch. Die Auftragsbestände vieler Unternehmen nähern sich ihrem Allzeithoch. Außerdem bestellen Produktionsbetriebe und der Handel aufgrund der Engpässe vermehrt auf Vorrat. Zusätzlich sorgt die Konsumnachfrage für erhöhten Warenverkehr: Nach langen Monaten mit massiven Einschränkungen durch Lockdown-Maßnahmen und Grenzschießungen haben viele Privathaushalte weltweit Nachholbedarf. Allerdings kann der Bedarf an Autos, Smartphones, Unterhaltungselektronik & Co. oft nicht termingerecht bedient werden. Hauptursache ist der Mangel an Halbleitern. Die Branche war auf den aktuellen Anstieg der Nachfrage nicht vorbereitet. Und da die technischen Vorgänge bei der Herstellung von Computerchips äußerst komplex sind, ist es nicht möglich, die Produktionskapazitäten schnell wieder zu erhöhen.



Im Containerumlauf sind es verkehrstechnische Probleme, die zur anhaltend hohen Nachfrage nach Transportleistungen hinzukommen. In Normalzeiten ist der Containerverkehr ein gut ausbalanciertes Kreislaufsystem. Es sorgt nicht nur für eine möglichst optimale Beladung der Containerschiffe auf der Hin- und Rückfahrt, sondern gewährleistet auch eine zügige Be- und Entladung in den Häfen. Gerät das System aus dem Gleichgewicht, bilden sich lange Staus, die sich nur sehr langsam wieder auflösen lassen. Zum Teil liegt das an fehlenden leeren Containern und Schiffen, weil diese beladen vor den Häfen im Stau stehen. Zum Teil fehlen Ausweichhäfen. Und selbst wenn Schiffe beziehungsweise Container entladen sind, kann es – je nach Schiffsroute – Wochen dauern, bis sie da sind, wo sie dringend benötigt werden.

Inflation bleibt zunächst hoch

Die Probleme in der Lieferlogistik sorgen aktuell für ein knapper werdendes Warenangebot. Vor allem bei Industriegütern wie Fahrzeugen, Möbeln und Leuchten machen sich hierzulande die Materialengpässe in steigenden Preisen bemerkbar. Hinzu kommt der Effekt aus der vorübergehenden Mehrwertsteuerabsenkung im zweiten Halbjahr 2020, der sich jetzt – im Vorjahresvergleich – in höheren Preisen niederschlägt. Den stärksten Einfluss auf die Inflation hatten zuletzt jedoch die Kosten für Treibstoff, Heizöl, Gas und Strom, sodass der am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Preisanstieg nach vorläufigen Zahlen im November 6% erreichte. Das war die höchste Inflationsrate seit Erhebung des HVPI 1996. Auch wenn die Rate nach dem Jahreswechsel durch den Wegfall des Mehrwertsteuereffektes wieder niedriger ausfallen dürfte, bleibt sie im längerfristigen Vergleich zunächst noch hoch, weil sich die Lieferkettenprobleme und Energieknappheiten im kommenden Jahr erst allmählich lösen.



Globalisierung auf dem Prüfstand?

Das Ausmaß und die Hartnäckigkeit der weltweiten Lieferkettenprobleme verdeutlichen die Verwundbarkeit der internationalen Arbeitsteilung. Produktionsunternehmen, Handel und Politik sollten Maßnahmen ergreifen, um zukünftig besser geschützt zu sein. Das bedeutet nicht, die gesamte Globalisierung in Frage zu stellen. Es zeigt sich aber, dass Konzepte wie die weit verbreitete „Just-in-time-Produktion“ nicht zu ambitioniert sein dürfen. Gerade bei kritischen Materialien, Zwischen- und Endprodukten gewinnt die Lagerhaltung auf allen Ebenen des Produktions- und Vertriebsprozesses wieder an Bedeutung. Nur in Ausnahmefällen ist das Vorhalten von Produktionskapazitäten im Inland sinnvoll.

Das Thema gewinnt unter anderem deshalb an Bedeutung, weil mit dem bevorstehenden Renteneintritt der Babyboomer in Deutschland und anderen Industrieländern der Fachkräftemangel vor allem auch im Transportgewerbe zunehmen dürfte. Schon jetzt klagen Spediteure über fehlende Lkw-Fahrer und Logistikmitarbeiter. Zuletzt hat sich das Problem noch dadurch verstärkt, dass viele Führerscheiprüfungen aufgrund der Pandemielage ausfallen mussten. In Großbritannien führte die brexitbedingte Abwanderung von Lkw-Fahrern im Oktober zu einer temporären Versorgungskrise bei Benzin und verschiedenen Supermarktartikeln. Um solche Probleme trotz des demographischen Wandels für die Zukunft zu vermeiden, gilt es, die Nachwuchsausbildung frühzeitig zu fördern und vor allem die Fachkräftezuwanderung aus dem Ausland zu erleichtern. Auch die im Rahmen der Bekämpfung des Klimawandels geplante Verlagerung von Güterverkehr von der Straße auf die Schiene kann einen Beitrag zur Zuverlässigkeit von Lieferketten leisten.

Weihnachten kann kommen

Ganz gewiss sind die mit der Lieferkettenproblematik verbundenen Auswirkungen auch im diesjährigen Weihnachtsgeschäft spürbar. Trotzdem wird der Gabentisch nicht leer bleiben. Allerdings ist damit zu rechnen, dass manche Produkte nicht wie gewohnt zur Verfügung stehen. Insbesondere bei Fahrrädern, Möbeln, Unterhaltungselektronik und Spielzeug müssen Kunden länger warten, auf andere Marken umsteigen oder die ursprüngliche Geschenkidee verwerfen. Viele werden zu Alternativen wie Gutscheinen oder Geldgeschenken greifen. In jedem Fall ist es ratsam, Geschenke möglichst frühzeitig zu besorgen und einen „Plan B“ in der Schublade zu haben.



Strahlende Aussichten

Sehr gute Gewinnprognosen auch für 2022

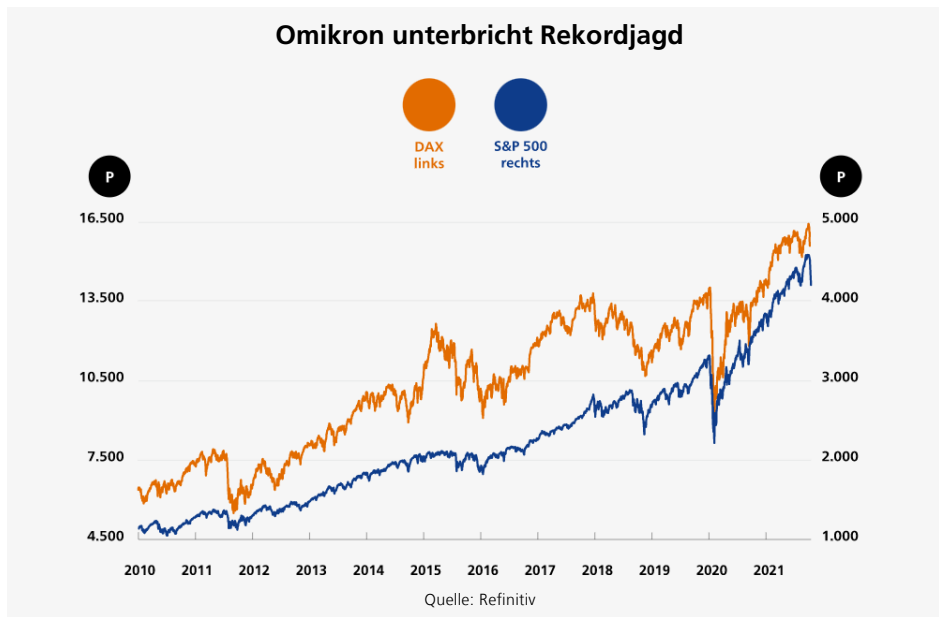
MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Die Pandemie ist zwar noch nicht überwunden, dennoch stehen die Voraussetzungen für weiter steigende Aktienkurse sehr gut. Die Unternehmen werden aufgestaute Aufträge abarbeiten, die Verbraucher werden mit dem Fortschreiten der Impfungen ihr Vertrauen in die Zukunft zurückgewinnen. Hinzu kommen ein günstiges Zinsumfeld sowie eine weiterhin expansive Wirtschafts- und Geldpolitik.

Berichtssaison toppt die Erwartungen

Die sehr gute Berichtssaison zum dritten Quartal 2021 hat sowohl die europäischen als auch die US-amerikanischen Aktienmärkte beflügelt. Das Quartalsgewinnwachstum je Aktie betrug in Europa – gemessen am Stoxx-Europe-600-Index – im Jahresvergleich ansehnliche 60,4%. Ohne den volatilen Energiesektor waren es 45,5%. In den USA – bezogen auf den S&P-500-Index – waren es je Aktie 41,5%; ohne Berücksichtigung des Energiesektors legten die Gewinne um 33,2% zu. Im Durchschnitt übertraf das Gewinnwachstum sowohl hierzulande als auch in den USA die Konsensschätzung um 10%. In diesem Zusammenhang stechen besonders die Sektoren Energie und Finanzen hervor, die als Inflationsgewinner von gestiegenen Rohstoffpreisen beziehungsweise von höheren Kapitalmarktzinsen profitierten. Daneben sind überraschenderweise noch der Automobilsektor zu nennen sowie der Evergreen Technologie, ebenso wie die Gesundheitsbranche.



Omikron drückt die Stimmung

Mit dem Auftauchen der Corona-Virus-Variante Omikron („B.1.1.529“) hat die Unsicherheit an den Finanzmärkten wieder deutlich zugenommen. Von der Weltgesundheitsorganisation (WHO) als „besorgniserregend“ eingestuft, gilt die neue Variante als hochgradig ansteckend, wobei allerdings bisher nur milde Verläufe beobachtet wurden. Wie schnell sich Omikron ausbreiten kann und ob Impfungen einen zuverlässigen Schutz bieten, werden Forschungsergebnisse in den nächsten Wochen zeigen. Dann wird auch besser einzuschätzen sein, ob und wie stark Omikron die Weltwirtschaft belasten könnte. Absehbar ist bereits seit Längerem, dass mit dem Auftreten von gefährlicheren Mutationen das Risiko weitreichender Lockdowns stark ansteigt und Corona uns in den nächsten Jahren erhalten bleiben dürfte. Mehr Erst- und Auffrischungsimpfungen sind das Gebot der Stunde.

DZ BANK Index-Prognosen

	Index	30.06.2022	31.12.2022
Europa	Euro Stoxx 50	4.700	4.800
Deutschland	DAX	17.500	18.000
USA	S&P 500	5.100	5.200

Quelle: DZ BANK

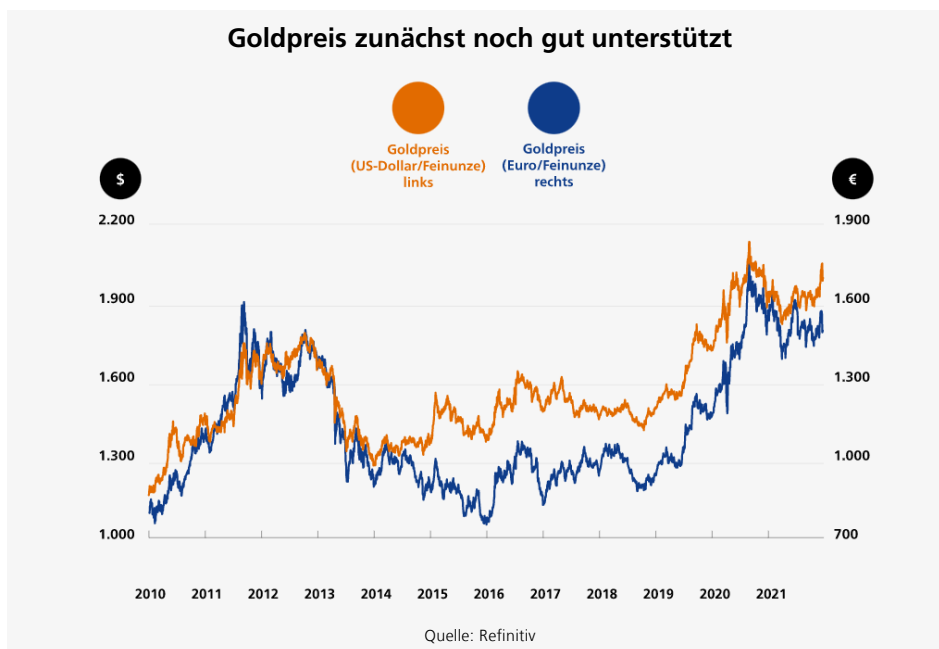
Nur aufgeschoben

Im Verlauf des kommenden Jahres dürften die weltweit steigenden Corona-Impfquoten dafür sorgen, dass die Wahrscheinlichkeit für pandemiebedingte Ausfälle weiter abnimmt. Damit wächst die zuletzt gebremste Wirtschaftsleistung wieder und in der Folge nehmen die Einkommen sowie das Vertrauen in die Zukunft zu. Dies wiederum befeuert die Nachfrage in allen Wirtschaftssektoren, am stärksten bei den Produzenten langlebiger Investitionsgüter, wie Autos und Maschinen. Das belegen die vollen Auftragsbücher der Branchenvertreter. Was die Produzenten bei der Abarbeitung aktuell noch bremst, ist die Knappheit an Vorprodukten und Arbeitskräften. Diese Situation sollte sich im Jahr 2022 verbessern, da schon aus Profit-Gründen die Vorproduktehersteller ihr Angebot an die bestehende Nachfrage schnellstmöglich angleichen und Arbeitskräfte in ihre „alten“ Jobs zurückkehren werden.

Ein anhaltendes Gewinnwachstum sowie die aller Voraussicht nach nur moderat anziehenden Zinsen bieten zusammen mit einer expansiven Wirtschaftspolitik anhaltend gute Voraussetzungen für höhere Aktienkursnotierungen. Derzeit sehen wir noch eine Menge Pessimismus in den Gewinnerwartungen, was Raum für positive Überraschungen bietet. Zyklischer sollten von diesem Umfeld profitieren – dies spricht für europäische, insbesondere deutsche Aktien.

Gold: Der Glanz verblasst 2022

Derzeit profitiert der Goldpreis von der hohen Inflation und dem damit einhergehenden Rückgang der Realzinsen. Das im November vonseiten der US-Notenbank begonnene Tapering, also die Drosselung der Wertpapierkäufe, und die sich aktuell verstärkenden Zinserhöhungserwartungen verkräftet der Goldpreis gut. Nach Beendigung des Taperings Mitte des kommenden Jahres erwarten die Marktakteure im Schnitt drei moderate US-Leitzinserhöhungen. Unseres Erachtens dürfte die aktuelle Zinserhöhungsphantasie etwas überzogen sein.



Mit Blick auf die sich im Laufe des nächsten Jahres aller Voraussicht nach wieder abschwächende Inflation dürfte der Gegenwind für Gold wieder zunehmen. Einem deutlichen Preisrückgang wirkt allerdings die angestiegene Staatsverschuldung entgegen. Auf Sicht von sechs Monaten sehen wir den Goldpreis bei 1.800 US-Dollar je Feinunze, Ende 2022 sollte er auf rund 1.700 US-Dollar nachgeben.

DZ BANK Goldpreis- Prognosen

	30.06.2022	31.12.2022
Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze)	1.800	1.700
Goldpreis in Euro (je Feinunze)	1.525	1.441

Quelle: DZ BANK



Mit Zuversicht ins neue Jahr

Nachholeffekte beflügeln Weltwirtschaft ab Sommer

ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Trotz stark steigender Corona-Infektionszahlen und massiver Lieferkettenprobleme blicken wir zuversichtlich auf das Jahr 2022. Eine zunehmende Impfquote ermöglicht eine Normalisierung des Alltags- und Wirtschaftslebens. Für das weltweite Wirtschaftswachstum prognostizieren wir 4,4%, in Deutschland legt das BIP um 4,8% zu. Weiterhin niedrige Zinsen und aufgestaute Produktionsaufträge treiben die großen Aktienindizes zu Rekorden. Die Inflation lässt im Jahresverlauf nach.

Das zweite Corona-Jahr glich einer Achterbahnfahrt. Nachdem das erste Quartal von weltweiten Lock-downs geprägt war, sprang der Motor der globalen Wirtschaft ab April überall fast zeitgleich wieder an. Im zweiten Quartal wuchs die Wirtschaft Deutschlands gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 9,9% und die des Euroraums um 14,2%. Die Nachfrage nach Energie und Vorprodukten sorgte aber schnell für eine stark anziehende Inflation und Lieferengpässe. Weil viele Firmen die Aufträge nicht mehr bedienen konnten, ging das Wachstum zurück. Die globale Lieferkettenproblematik wird die Wirtschaft noch mehrere Monate belasten. Erst ab dem zweiten Quartal des neuen Jahres lassen die Probleme nach.

In den USA erreichte die Teuerungsrate im Oktober 6,2% – das gab es zum letzten Mal 1990. Hierfür verantwortlich sind hohe Energiekosten, gestiegene Preise für Freizeitdienstleistungen sowie teure Gebrauchtwagen. Überwiegend sind dies für uns Sonderfaktoren, deren Bedeutung 2022 abnehmen wird. Die Inflation sinkt im kommenden Jahr auf 3%. Da die US-Gesundheitsbehörden den Corona-Impfstoff auch für Kinder freigegeben haben und mit vielen Booster-Impfungen zu rechnen ist, dürfte die Impfkampagne weiteren Schwung erhalten. Das gibt den Verbrauchern Zuversicht und sollte die Pandemie weiter eindämmen. Deshalb wird die US-Wirtschaft im Vergleich zum Vorjahr um 4% wachsen.

Für den Euroraum prognostizieren wir ein Wachstum von 4,8%. Ab dem zweiten Quartal sollten die Lieferketten besser funktionieren, weil sich der Rückstau an vielen Häfen allmählich auflöst. Das hilft Unternehmen, ihre Aufträge zu erfüllen. Im Winter bläst der wirtschaftliche Gegenwind jedoch zunächst weiter.

Deutschland: Auf Winterblues folgt kräftiges Wachstum

Die hiesige Wirtschaft steht aufgrund der Klimawende und Digitalisierung unter großem Innovationsdruck, ihre Produkte sind dennoch während der Pandemie weiterhin auf der ganzen Welt gefragt. Die vollen Auftragsbücher können jedoch erst ab dem Frühling wieder mit höherem Tempo abgearbeitet werden, wenn wichtige Vorprodukte wie Microchips wieder in größerem Umfang zur Verfügung stehen. Auch die stark steigende Corona-Inzidenz sowie die erneut schleppende Impfkampagne bereiten der Wirtschaft in den kommenden Monaten Sorgen. Ein allgemeiner Lockdown wäre eine Enttäuschung und könnte im Dienstleistungssektor für irreparable Schäden sorgen. Jedoch gehen wir bisher nicht von erneuten flächendeckenden Schließungen aus. Das Wirtschaftswachstum in Deutschland sollte im neuen Jahr 4,8% erreichen.

2,2%: Inflation bleibt über EZB-Ziel

Der historische Anstieg der Teuerungsrate in Deutschland liegt vor allem an dem Wegfall des Mehrwertsteuereffekts und den hohen Energiekosten, insbesondere dem Rohölpreis. Da die Energiepreise allmählich wieder sinken, prognostizieren wir für Deutschland 2022 eine Teuerungsrate von 2,2% – leicht über dem EZB-Ziel. Trotzdem gibt es Herausforderungen, die die Inflation auch länger nach oben treiben könnten. Hierzu zählen die teure und noch nicht gelöste Transformation zu einer nachhaltigen Wirtschaft sowie De-Globalisierungstendenzen, die den internationalen Warenverkehr erschweren. Außerdem könnte der demografische Wandel in Industrie- und Schwellenländern Löhne und damit die Inflation befeuern.

Geldpolitik: Uneiniges Europa strapaziert Mandat der Notenbank

Um den Folgen der Pandemie entgegenzuwirken, hat Europa die Geld-Bazooka gezückt. Historische Hilfspakete treiben den Schuldenstand vieler Eurostaaten in schwindelerregende Höhe. Die EZB hat sich in die Rolle einer Risikomanagerin drängen lassen, weil sich der Euroraum bei der Fiskalpolitik nicht einig ist. Die Schuldenstände sind bei niedrigen Zinsen kein Problem, bei hohen aber schon. Auch wegen der Inflation muss die Notenbank das im Blick haben. Mit einer Zinswende rechnen wir in der Eurozone im nächsten Jahr trotzdem nicht. Das Geld bleibt billig, weshalb es umso wichtiger ist, die Märkte mittelfristig auf Veränderungen gut vorzubereiten.

Verzettelt sich die neue Regierung bei Reformen?

Den Haushaltsmahner dürfte in der neuen Bundesregierung allen voran die FDP geben, die sich gegen eine Aufweichung der Maastricht-Kriterien sträubt. Nach anfänglicher Euphorie könnte die neue Dreier-Regierung an für Deutschland wichtigen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen schnell scheitern – zum Beispiel bei der Schaffung von Wohnraum. Neben dem Klimawandel ist vor allem die Alterssicherung eine der zentralen Herausforderungen. Helfen könnten ein flexibles Renteneintrittsalter und ein staatlich geförderter Aktienfonds.

Aktienmärkte: Jahr der Zykliker sorgt für Rekordgewinne

Die Party an den Aktienmärkten dürfte nach dem Jahreswechsel weitergehen. Dann dürften sich vor allem Aktienindizes in den USA und Europa ein Kopf-an-Kopf-Rennen liefern. Für den DAX erwarten wir historische 18.000 Punkte. Es gilt das Motto: „Aufgeschoben ist nicht aufgehoben“. Wenn die Aufträge aufgrund von besser funktionierenden Lieferketten erfüllt werden können, ist die Fahrt frei – insbesondere für Zykliker und deutsche Aktien. Auch andere europäische Titel dürften profitieren. Den Euro Stoxx 50 erwarten wir Ende 2022 bei 4.800 Zählern. In den USA werden neben Zyklikern konjunkturunabhängige Firmen – insbesondere Big Techs – starke Ergebnisse liefern. Der S&P 500 sollte auf Jahressicht auf 5.200 Zähler klettern. Weitere Top-Performer dürften neben dem Tech-Sektor Energieunternehmen und Banken sein.

Anlagestrategie: USA und Europa dominieren

Nicht in den Aktienmarkt investiert zu sein, scheint der größte Risikofaktor für Anleger im Jahr 2022 zu sein, zusammen mit der Gefahr einer höher als erwarteten Inflation und steigender Zinssätze: In früheren Jahren wäre eine solche Einschätzung ein Alarmsignal hinsichtlich einer drohenden Blasenbildung gewesen. In Anbetracht kontinuierlich steigender Unternehmensgewinne, sehr stabiler Geschäftsmodelle und dauerhaft niedriger Zinsen bleiben Aktientitel trotz Höherbewertung jedoch weit davon entfernt, in eine Blasenbildung wie zuletzt im Jahr 2000 zu laufen. Eine breite Streuung bleibt aber wichtig, auch um die bis dato unbekannteren Gefahren für die Kapitalmärkte abzufedern.

Wesentliche Prognosen des DZ BANK Research für 2022

BIP-Wachstum Deutschland¹	4,8%
BIP-Wachstum EWU¹	4,8%
Inflation Deutschland¹	2,2%
Inflation Eurozone¹	1,9%
Rohöl²	68 USD/Barrel (Brent)
Gold²	1.700 USD/Feinunze
Hauptrefinanzierungssatz EZB²	0,0%
Einlagensatz EZB²	- 0,5%
Leitzinsen USA (Fed Funds Target Rate)²	0,5%
Wechselkurs USD/EUR²	1,18
DAX²	18.000 Punkte
EURO STOXX 50²	4.800 Punkte

¹Veränderungen gegenüber dem Vorjahr
²Punktprognose für Ende 2022

Quelle: DZ BANK

Ist das noch Wetter?

Wie zunehmendes Extremwetter die Versicherer vor Herausforderungen stellt

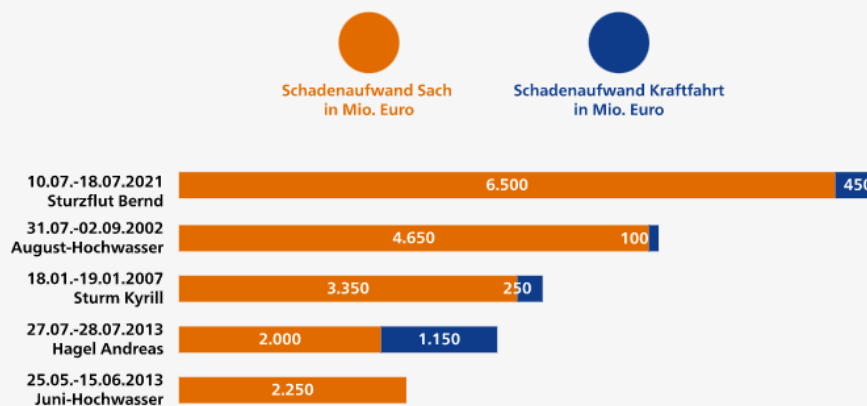
RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Thorsten Wenzel, Analyst

In den letzten 50 Jahren haben die durch Naturkatastrophen angerichteten Versicherungsschäden stark zugenommen. Einig ist man sich dahingehend, dass der Klimawandel Wetterextreme wie Starkniederschläge wahrscheinlicher macht. Dies birgt für die Versicherungsindustrie zwar die Gefahr von Fehlkalkulationen für versicherte Risiken, gleichzeitig aber auch die Chance auf mehr Wachstum angesichts eines erhöhten Versicherungsbedarfs.

Unwetterereignisse spielen für die Versicherungsindustrie eine zunehmend bedeutende Rolle. Die im Juli 2021 von der „Sturzflut Bernd“ im Ahrtal und anderen Regionen verursachten versicherten Schäden summieren sich auf geschätzt 7,0 Mrd. Euro. Damit ist die Flut die bislang teuerste Naturkatastrophe für die deutsche Versicherungsindustrie. Gegen Hurrikan Ida, der Ende August in Louisiana auf das Festland traf und dessen Ausläufer auch New York erreichten, ist das noch eine bescheidene Summe: Ida wird die Versicherungsindustrie voraussichtlich 31 Mrd. bis 44 Mrd. US-Dollar kosten.

Die fünf teuersten Naturkatastrophen in Deutschland



Quellen: GDV, DZ BANK

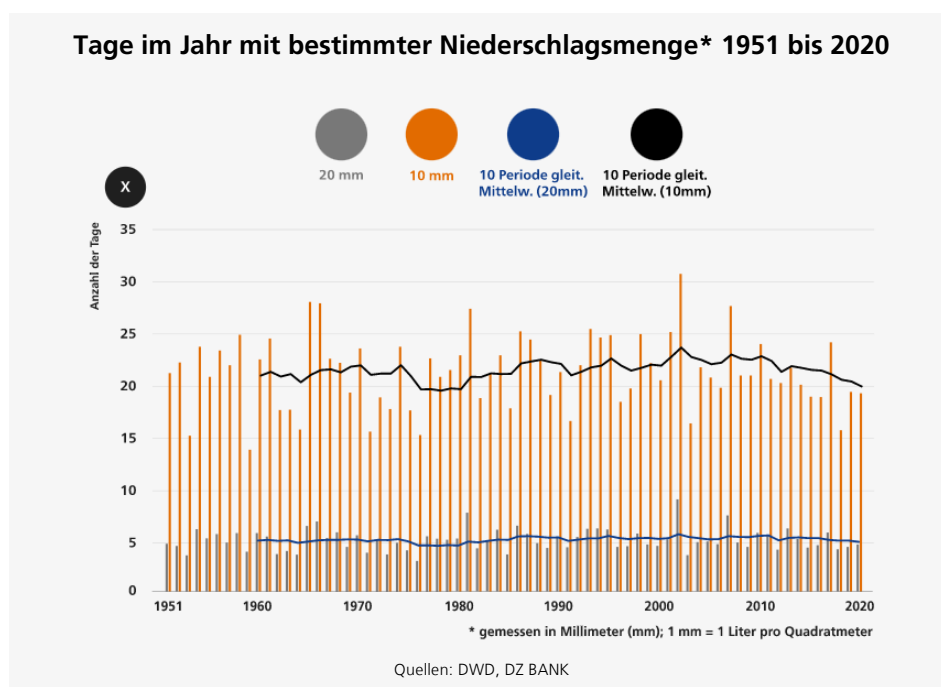
Ist der Klimawandel schuld?

Praktisch alle Extremwetterereignisse werden von Medien, Politik und Versicherern reflexartig mit dem Klimawandel in Verbindung gebracht. Für Hitzewellen, Hurrikane und Starkniederschläge ist das angesichts einfacher physikalischer Zusammenhänge zunächst unmittelbar plausibel. Dass nicht nur der Klimawandel der Auslöser sein kann, ist allerdings ebenso klar. Denn verheerende Naturkatastrophen hat es bekanntlich schon gegeben, bevor Homo sapiens damit begonnen hat, in größeren Mengen CO₂ in die Atmosphäre zu emittieren.

Die Hypothese einer Zunahme von Extremwetterereignissen kann man anhand von Beobachtungsdaten überprüfen. Das gilt allerdings mit der Einschränkung, dass die Messdaten nicht weit genug zurückreichen, inhomogen sein können oder nicht genau genug sind. Schließlich sind Extremwetterereignisse definitionsgemäß selten, entsprechend braucht es viel Zeit, um sie in empirischen Messdaten zu identifizieren.

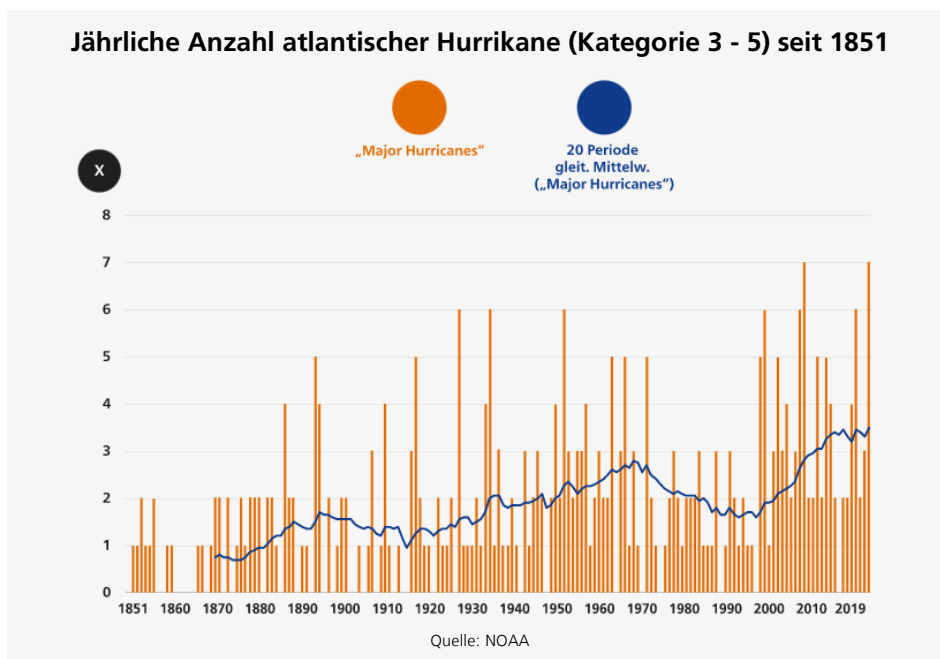
Starkniederschlagsereignisse in Deutschland

Beobachtungsdaten zur jährlichen Niederschlagshöhe in Deutschland stellt der Deutsche Wetterdienst zur Verfügung. Aus der bereits 1881 beginnenden Datenreihe, in der das Jahr 2021 noch nicht enthalten ist, lässt sich kein klarer Trend entnehmen. Daten zu Starkniederschlagsereignissen, definiert als Tage mit einer Niederschlagsmenge von 20mm (entspricht 20 Liter pro Quadratmeter) pro Tag, stehen erst ab dem Jahr 1951 zur Verfügung. Hier ist bei dem zehnjährigen gleitenden Durchschnitt sogar ein leichter Rückgang der Anzahl der Tage mit extremer Niederschlagsmenge von 2% zu verzeichnen. Wenn die Daten für das Jahr 2021 komplett vorliegen, wird sich das Bild fraglos etwas verschieben. Aber eine eindeutige empirische Evidenz für eine starke Zunahme derartiger Ereignisse ist nicht gegeben.



Atlantische Hurrikane

Das prominenteste und für die meisten global agierenden Rückversicherer gravierendste Naturkatastrophenrisiko sind Hurrikane im Atlantik. Für sieben der zehn größten Versicherungsschäden der Geschichte sind diese Wirbelstürme verantwortlich, die insbesondere an der Ostküste der USA hohe Schäden anrichteten. Der größte Schaden der Versicherungsgeschichte war Hurrikan Katrina (2005) mit geschätzten 65 Mrd. US-Dollar. Unter Berücksichtigung von Inflation wären das heute 86 Mrd. US-Dollar. Die empirischen Informationen der National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) über tropische Stürme und Hurrikane reichen bis in das Jahr 1851 zurück. Hier ist auf den ersten Blick neben starken Schwankungen von Jahr zu Jahr und langjährigen Zyklen auch ein stark aufwärts gerichteter Trend der Hurrikanaktivität erkennbar.

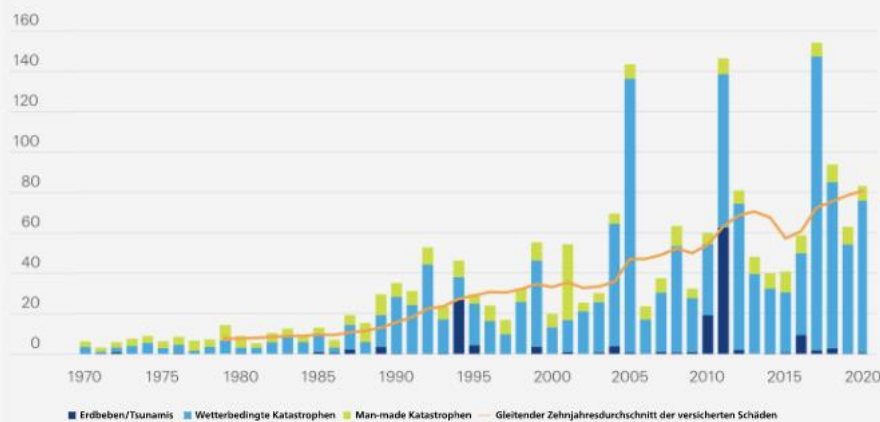


Die verfügbaren Daten sind allerdings mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren, denn ein Teil der höheren Hurrikanaktivität kann auf veränderte Beobachtungsmethoden zurückzuführen sein. Früher wurden Hurrikane von Schiffen aus und an Land gezählt, seit 1970 steht hierfür die Satellitenbeobachtung zur Verfügung.

Versicherte Katastrophenschäden

Der entscheidende Faktor für die Versicherungsindustrie ist letztlich nicht, wie viele Naturkatastrophen es gibt und in welchem Grade diese auf den Klimawandel zurückzuführen sind, sondern welche versicherten Schäden diese anrichten. Diesbezüglich ist der Trend der letzten Jahrzehnte eindeutig, wie die folgende Grafik des Swiss Re Institute zeigt. Die Höhe der versicherten Schäden eines Jahres ist dargestellt in Preisen des Jahres 2020, das heißt Inflation spielt für den erkennbaren Anstieg keine Rolle. Ursächlich sind neben zahlreicheren Extremwetterereignissen unter anderem das volkswirtschaftliche Wachstum, eine Akkumulation von versicherbaren Werten in exponierten Regionen wie Florida und eine höhere Versicherungsdurchdringung.

**Versicherte Großschäden 1970 bis 2020 in Mrd. US-Dollar zu Preisen des Jahres 2020
(Naturkatastrophen und von Menschen verursachte Großschäden) seit 1970**



Quelle: Swiss Re Institute

Positive und negative Auswirkungen auf Versicherer

Christian Mumenthaler, Vorstandsvorsitzender der Swiss Re, äußerte sich zu der Thematik jüngst wie folgt: „In der Wissenschaft besteht Konsens, dass als Folge des Klimawandels die sogenannten sekundären Schäden zugenommen haben, also zum Beispiel durch Dürre, Hagel, Waldbrände oder Fluten. Das entspricht dem, was wir auch in diesem Jahr beobachtet haben. Darauf müssen wir als Versicherer natürlich reagieren und die Risikomodelle anpassen. Die Konsequenz sind höhere Prämien. Für die allermeisten Kunden werden die Preise für Versicherungen in den kommenden zehn bis 20 Jahren steigen. Aber ich sehe kein fundamentales Problem, dass bestimmte Schäden gar nicht mehr versicherbar sind.“ Dieses Zitat deutet an, dass der Trend zu mehr versicherten Großschäden für die Versicherungsindustrie sowohl ein Risiko als auch eine Chance darstellt.

Das Risiko besteht darin, dass die künftige Entwicklung falsch eingeschätzt wird. Das ist in der Vergangenheit immer wieder vorgekommen. Beispielsweise kam es nach Hurrikan Katrina im Jahr 2005 zu einem Preisanstieg in der betroffenen Region, der den Wiederaufbau verteuert hat, was so nicht einkalkuliert war. Eine schwere Überschwemmung in Thailand im Jahr 2011 kam die Versicherer durch unterbrochene Lieferketten und Betriebsausfälle überraschend teuer zu stehen. Zuletzt hatten die Versicherer unerwartet hohe Schadenaufwendungen für Veranstaltungsausfälle als Folge der Covid-19-Pandemie zu verkraften. Eine Pandemie hatte die Versicherungsindustrie primär als ein Großrisiko in der Lebens(rück)versicherung gesehen. Ein Lockdown als politische Reaktion auf die Pandemie war nicht einkalkuliert.

Derart böse Überraschungen lassen sich nicht vollständig eliminieren, aber sie werden durch Risikoaufschläge pauschal eingepreist. Große Rückversicherer mit entsprechend großen Analyse- und Modellierungsfähigkeiten sollten hier einen Wettbewerbsvorteil haben. Da die Versicherungsverträge in der Schaden- und Unfallversicherung, insbesondere in der Rückversicherung, ganz überwiegend eine Laufzeit von nur einem Jahr haben und regelmäßig neu ausgehandelt werden, können die Versicherer relativ problemlos auf neue Ereignisse und Erkenntnisse reagieren und die Preise für den Versicherungsschutz sowie die Vertragsbedingungen anpassen, wenn die Wettbewerbssituation dies zulässt. Veranstaltungsausfälle aufgrund der Pandemie sind daher jetzt nicht mehr versichert.

Umgekehrt besteht durch einen Trend zu mehr Schäden die Chance für die Versicherungsindustrie darin, dass sie zum einen ihren volkswirtschaftlichen Nutzen durch einen Beitrag zur Schadenprävention unterstreicht und gegebenenfalls eine schnelle und effiziente Schadenregulierung bieten kann. Zum anderen implizieren höhere Risiken durch Naturgefahren in Kombination mit einer Akkumulation von versicherbaren Werten offensichtlich auch Wachstumspotenzial für die Versicherer.

Sachversicherung gewinnt an Bedeutung

Das Swiss Re Institute hat jüngst prognostiziert, dass die Sparte Schaden- und Unfallversicherung in den nächsten 20 Jahren risikoreicher und komplexer werden wird. Die Berechnungen zeigen, dass die Sach- und die Haftpflichtversicherung relativ an Bedeutung gewinnen, während die gut kalkulierbare Kfz-Versicherung an Gewicht verlieren. Insgesamt schätzt Swiss Re Institute das durchschnittliche jährliche Prämienwachstum in den nächsten 20 Jahren auf 4,3% in der Schaden- und Unfallversicherung.

Der wichtigste Treiber für das langfristig erwartete Wachstum bleibt das allgemeine wirtschaftliche Wachstum. Ein unterproportionales Wachstum der Kfz-Versicherung resultiert aus Sicherheitstechnologien (zum Beispiel Bremsassistenten, autonomes Fahren etc.), die zu einer weiter abnehmenden Schadenfrequenz führen. Für die Sachversicherung wird dagegen ein Bedeutungszuwachs erwartet, weil Häufigkeit und Schadenhöhe von Naturkatastrophen zunehmen. Tendenziell sollten große, global agierende Versicherer aufgrund ihres Know-hows, ihrer Modellierungsfähigkeiten und der ausgezeichneten Diversifikation gut positioniert sein, um in diesem immer herausfordernderen Umfeld zu reüssieren.



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, 7. Dezember 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.

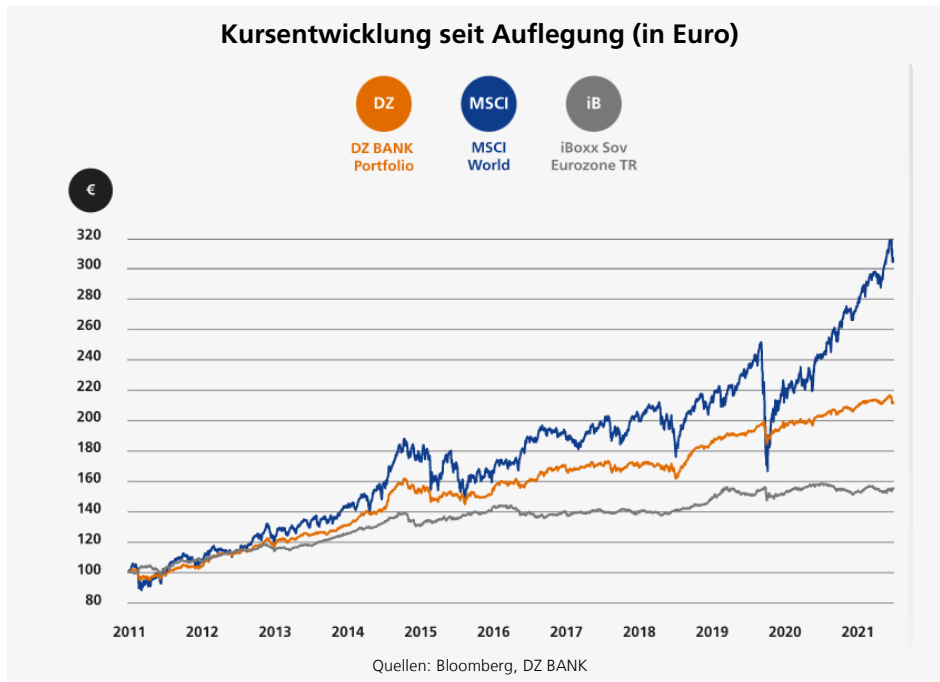
Die Berichtssaison zum dritten Quartal 2021 überraschte mit besser als erwarteten Ergebnissen. Entsprechend gut reagierte der Aktienmarkt zunächst. Zur stärkeren Partizipation an der positiven Entwicklung des Weltaktienmarktes haben wir sowohl europäische Banken und Energiewerte als auch Small- und Mid Caps in unser virtuelles DZ BANK Musterportfolio aufgenommen.

Die geldpolitischen Normalisierungsabsichten der großen Notenbanken scheinen mit Bedacht gewählt und deuten eher auf eine Stabilität des Wirtschaftswachstums hin. Dem Nachholbedarf der Verbraucher begegnet die Fiskalpolitik mit Programmen, die die Nachfrage stützen und fördern. Davon profitieren dürfte der Euro-Stoxx-Small-Index, der das Segment kleiner und mittelgroß kapitalisierter Unternehmen im Europäischen Währungsraum repräsentiert. Zum einen ist die europäische Unternehmenslandschaft sehr stark auf Export ausgerichtet und partizipiert daher an einer weltweiten Konjunkturerholung. Dieser Effekt wird im Index sogar noch verstärkt – durch ein hohes Gewicht in den zyklischen Sektoren Finanzen, Industrie, Luxusgüter sowie Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe. Gerade Unternehmen mit kleinerer bis mittlerer Marktkapitalisierung dienen oft als spezialisierte Zulieferer und profitieren deshalb überproportional von einer Nachfragebelebung der Endproduzenten. Auf regionaler Ebene besticht der Index durch eine hohe Gewichtung in Aktien aus Peripherieländern wie Spanien und Italien, die in den Hochzeiten der Pandemie besonders unter strengen Lockdown-Vorschriften litten, sodass hier ein hoher Nachholbedarf besteht. Ein geringer Bewertungsaufschlag auf Basis der erwarteten Gewinne der folgenden zwölf Monate gegenüber deutschen Unternehmen mit vergleichbarer Marktkapitalisierung erschien uns daher gerechtfertigt, weshalb wir an dieser Stelle eine attraktive Einstiegsmöglichkeit in dieses Marktsegment sahen.

Die Gewinnentwicklung im dritten Quartal 2021 war sichtbar geprägt von den Themen Inflation und Lieferengpässe. So konnten die großen Universalbanken in den USA und in Europa bereits enorm von gestiegenen inflationsgetriebenen Kapitalmarktzinsen profitieren, die in Kombination mit stets niedrigen Refinanzierungskonditionen der jeweiligen nationalen Notenbank ihre Nettozinsmarge steigerten. Neue Unternehmensinvestitionen sorgten für zusätzliche Beratungsgebühren und eine erhöhte Marktvolatilität für Mehreinnahmen aus dem Handelsgeschäft. Globale Energie- und Rohstofffirmen erzielten überragende Ergebnisse aufgrund der exorbitanten Energiepreisentwicklung. In beiden Sektoren dürfte das positive Momentum anhalten: Sie sind nicht nur echte Gewinner der andauernden Inflationsdynamik, sondern wegen ihrer internationalen Geschäftsbeziehungen auch große Profiteure einer weltweiten Konjunkturerholung.

Angesichts der positiven Gewinnentwicklung erwarten wir einen Rückgang der eingepreisten Risikoprämien. Dieses Einstiegsniveau haben wir genutzt und 5% in den Stoxx-Europe-600-Banks-Index investiert, der das Marktsegment europäischer Banken abdeckt. Zusätzlich haben wir eine Position von 5% im Stoxx-Europe-600-Oil Gas-Index aufgenommen, der den europäischen Supersektor Erdöl und Erdgas repräsentiert und neben Produzenten auch Ausrüster, Dienstleister und Versorger sowie Unternehmen aus dem Bereich der alternativen Energiequellen beinhaltet. Beide Indizes werden auf Basis von Nachhaltigkeitskriterien (ESG) sehr hoch eingestuft. Im Gegenzug haben wir die Gesamtposition von 14% in US-Unternehmensanleihen aufgelöst, da wir eine weitere Einengung von Kreditrisikoaufschlägen für wenig wahrscheinlich halten. Zudem erwarten wir eine Abwertung des US-Dollar.

Damit setzt sich unser virtuelles DZ BANK Musterportfolio per 4. November 2021 wie folgt zusammen: Die Aktienquote beträgt 42,2% (DAX: 13,0%, Nasdaq: 8,2%, Emerging-Markets-Aktien: 6,0%, Euro Small Caps: 5,0%, Banken Europa: 5,0% und Energietitel Europa: 5,0%) und der Anteil an Anleihen 24,8% (europäische Unternehmensanleihen: 14,3% und Euro High Yields: 10,5%), die restlichen 33,0% entfallen auf die Kasse. Für den bisherigen Jahresverlauf lässt sich eine positive Performance von 4,2% für das Portfolio konstatieren.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 8. Dezember 2021

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

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

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

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

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

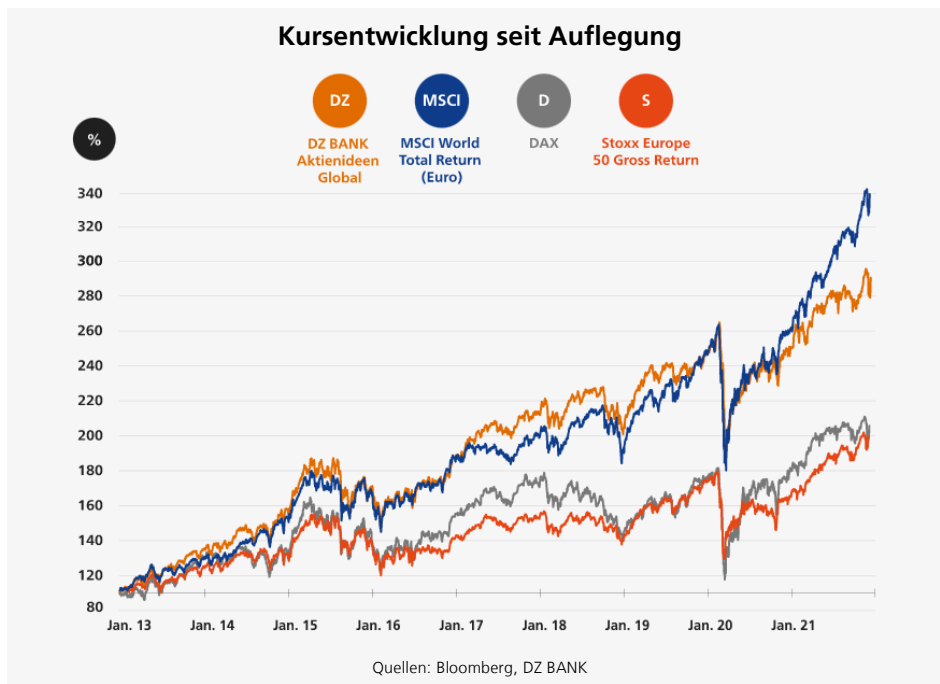
Zum 8. Dezember 2021 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Adidas	03.12.2021	17	249,40	266,35	+6,8%
Covestro	02.07.2021	73	55,36	52,50	-5,2%
Daimler	15.11.2021	53	88,83	86,81	-2,3%
Deutsche Post	30.12.2020	98	40,50	54,93	+39,0% (inkl. Dividende)
Deutsche Telekom	30.12.2020	267	14,96	16,04	+11,3% (inkl. Dividende)
Fielmann	15.09.2021	71	62,75	59,70	-4,9%
RWE StA	23.09.2021	138	32,21	35,10	+9,0%
ABB	15.09.2021	144	30,89	32,22	+4,3%
Adobe Systems	28.09.2021	8	496,75	576,30	+16,0%
Amazon.com	30.12.2020	2	2.718,50	3.126,50	+15,0%
Applied Materials	05.03.2021	45	89,43	139,24	+56,4% (inkl. Dividende)
AXA	24.02.2021	201	20,31	25,62	+33,2% (inkl. Dividende)
BT Group	16.11.2021	2.406	1,98	2,04	+3,0%
General Motors	07.12.2021	87	53,51	53,51	+0,0%
JPMorgan Chase & Co.	23.06.2021	28	125,80	144,38	+16,1% (inkl. Dividende)
Kering	25.01.2021	7	533,00	735,20	+39,0% (inkl. Dividende)
Mercadolibre	04.11.2021	4	1.349,00	1.054,50	-21,8%
Microsoft	30.12.2020	21	182,86	297,70	+63,9% (inkl. Dividende)
PayPal Holdings	26.11.2021	27	165,50	169,10	+2,2%
Reckitt Benckiser Group	15.09.2021	64	68,90	73,00	+6,0%
Saint-Gobain	15.09.2021	73	61,06	60,74	-0,5%
Schneider Electric	28.01.2021	33	123,80	167,26	+37,2% (inkl. Dividende)
TotalEnergies	30.12.2020	112	35,59	44,28	+31,8% (inkl. Dividende)

Stand: 8. Dezember 2021

Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 7. Dezember 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 191,3% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (103,3%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (100,3%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (239,7%). Im laufenden Jahr 2021 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertgewinn von 17,0% verbucht und damit besser performed als der DAX (15,3%), aber schlechter als der Stoxx Europe 50 Gross Return (24,0%) sowie der MSCI World Total Return (in Euro) mit 31,9%. 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.



WUSSTEN SIE SCHON?

Dr. Christoph Swonke, Economist

Das Be- und Entladen von Schiffen war schon immer ein aufwendiger Prozess. Alle Beteiligten, angefangen vom Schiffseigner über die Hafenbetreiber bis hin zu den Spediteuren sind an einem zügigen Ablauf interessiert. Eine wichtige Innovation in diesem Zusammenhang war die Erfindung des standardisierten Handelscontainers, der seit seiner Einführung eine regelrechte Erfolgsgeschichte gefeiert hat.

Als wichtiges Bindeglied im internationalen Warenaustausch ist der Container nicht mehr wegzudenken. Ohne ihn läuft nichts, wie die aktuelle Lieferkettenproblematik zeigt: Als Folge fehlender Container haben sich die Frachtraten auf den global wichtigsten Routen seit 2020 drastisch verteuert – gerade auf den gefragten Seewegen von China nach Nordamerika und Europa. In umgekehrter Richtung sind die Preise für den Transport deutlich weniger stark angestiegen.

Beginn einer logistischen Revolution

Als Urheber des Handelscontainers gilt der US-Amerikaner Malcom P. McLean, der 1956 zum ersten Mal Großbehälter für den standardisierten Transport von Gütern auf Lastkraftwagen und Schiffen einsetzte. Um das übliche Umladen im Hafen einsparen zu können, kam er bereits in der zweiten Hälfte der 1930er-Jahre auf die Idee, ganze Lastwagen auf Schiffe zu verladen. In der Folge entstand der Plan, zunächst nur die Anhänger mitsamt ihren geladenen Behältnissen zu verfrachten. Schließlich richtete sich dann der Fokus auf die Verschiffung der Transportbehältnisse selbst. Dies kam in der Schifffahrt einer logistischen Revolution gleich. Wegen der einfachen Stapelbarkeit der Container konnten Verlade- und Lösungszeiten und die damit verbundenen Kosten stark gesenkt werden. Auch der Stauraum auf dem Schiff konnte so sehr viel effizienter ausgenutzt werden.

Containerschifffahrt startete 1956 in den USA

McLean gründete die Reederei Sea-Land Corporation und ließ zunächst alte Öltanker so umbauen, dass an Deck zusätzlich Container geladen werden konnten. Die erste Fahrt in der Containerschifffahrt führte die „Ideal X“ am 26. April 1956 mit 58 Containern von Newark (New Jersey) nach Houston (Texas). Es dauerte jedoch noch zehn Jahre bis am 2. Mai 1966 mit der „Fairland“ ein mit Containern beladenes Schiff der Sea-Land Corporation in einem europäischen Hafen (Rotterdam) anlegte. Drei Tage später erreichte das Schiff den Überseehafen Bremen und löschte dort 99 Container. Trotz anfänglicher Skepsis konnte die zunehmende Containernutzung im Handel nicht mehr aufgehalten werden. Bis Juli 1967 wuchs das in Bremen gelandete Volumen auf bis dahin insgesamt 10.000 Container. Mit der Entwicklung der Containerschifffahrt und dem enormen Wachstum stiegen auch die Anforderungen an die Häfen zur Be- und Entladung der Schiffe sowie zur reibungslosen Weiterverladung der Behälter auf Straße und Schiene.

Der Wendepunkt: Standardisierte Containergrößen

Als Standardgrößen für die Container haben sich 20 Fuß (6,06 Meter lang, 2,44 Meter breit und 2,59 Meter hoch) und 40 Fuß etabliert. Da die Container zunächst ausschließlich nach amerikanischer Norm gefertigt wurden, waren sie nur schwer für den Weitertransport auf europäischen Straßen geeignet. Nach langen Verhandlungen wurden zwischen 1968 und 1970 schrittweise die bis heute gängigen Größen gemäß ISO-Norm eingeführt. Die Container-Revolution setzte in den Folgejahren ein und die Kapazitäten der Schiffe wurden immer weiter erhöht, um die Kosten des Schifftransports noch stärker zu senken. Heute fassen die größten Schiffe nahezu 25.000 Container der Norm TEU (Twenty-foot Equivalent Unit).

90% aller Waren und Güter werden verschifft

Wegen der Kosten- und Kapazitätsvorteile werden 90% der Güter, Waren und Rohstoffe heutzutage über die Weltmeere verschifft. Neben Containerfrachtern sind auch Spezialschiffe auf See unterwegs wie Tanker (für Rohöl, Benzin, Flüssiggas oder chemikalische Produkte), Schüttgutfrachter (Eisenerz, Kupfererz, Getreide etc.) oder sogenannte RoRo-Lastkähne (schwimmende Parkhäuser). Unter den verschiedenen Typen sind Containerfrachter besonders vielseitig einsetzbar. Von Lebensmitteln (Kühlcontainer) über Bekleidung oder Elektroprodukte bis hin zu speziellen Investitionsgütern können sehr unterschiedliche Produkte in den Metallboxen verfrachtet werden.

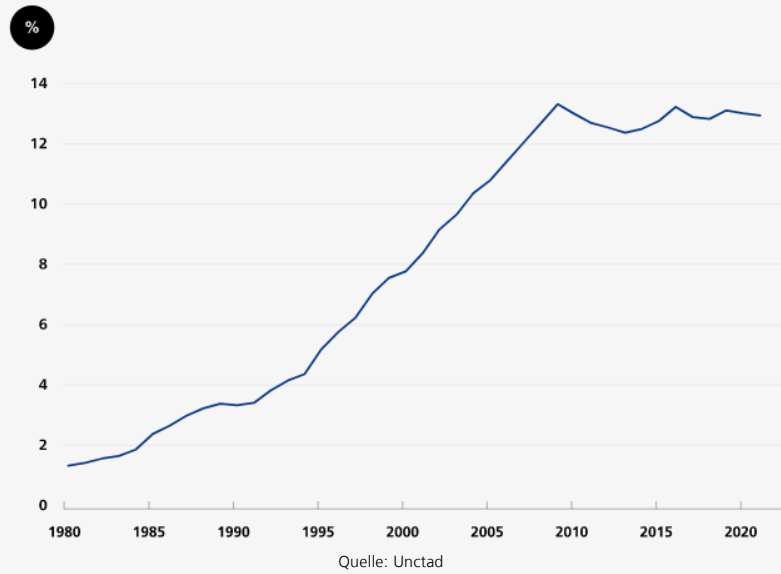
Containerschiffe machen fast 14% der weltweiten Handelsflotte aus

Großen Schwung erhielt der Container im Welthandel durch die Frachtversorgung des US-Militärs während des Vietnamkriegs. Danach dauerte es noch einige Jahre, bis dem weltweiten Containerverkehr der wirkliche Durchbruch gelang. Lag Anfang der 1980er-Jahre der Anteil der reinen Containerschiffe an der gesamten Welthandelsflotte bei weniger als 2%, so ist er bis 2021 auf knapp 14% angestiegen. Das Gros an Schiffen der globalen zivilen Handelsschifffahrt machen dabei aber immer noch Schiffe aus den Bereichen der Tanker (29%) und der Schüttgutfrachter (knapp 43%) aus. Innerhalb der deutschen Handelsflotte bilden die Containerschiffe das Rückgrat mit einem Anteil von mehr als 85%. Global gesehen ist ihr Anteil aber vergleichsweise gering: So hat die deutsche Handelsflotte auf den Weltmeeren insgesamt einen Anteil von gerade einmal 0,4%.

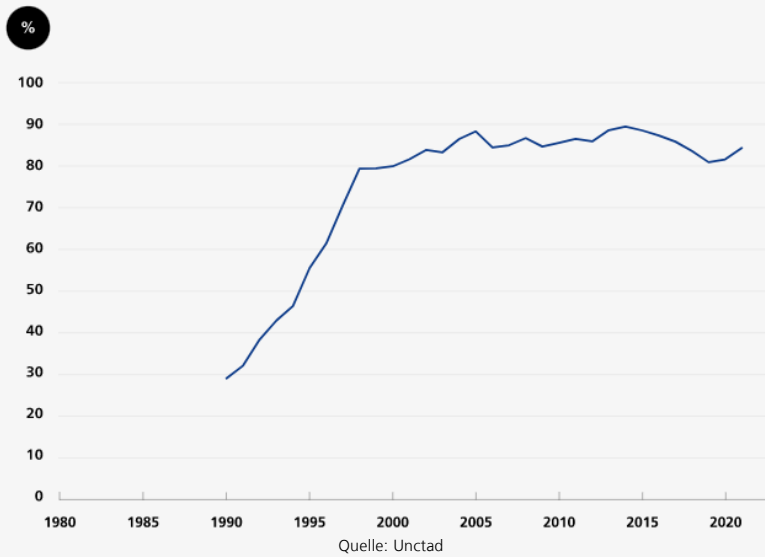
Containermangel schwächt Welthandel

Der Standardmaß-Frachtcontainer ist inzwischen im globalen Warenaustausch nicht mehr wegzudenken. Nicht zuletzt aus diesem Grund sorgen die jüngst stark gestiegenen Containerfrachtraten für Aufmerksamkeit. Auch weil die Metallboxen derzeit fehlen oder sich am falschen Ort stapeln, sind die globalen Lieferketten aktuell so gestresst. In der arbeitsteiligen Welt von heute mit weltweit umspannenden Lieferketten und einer reduzierten Lagerhaltung hat dies empfindliche Auswirkungen auf die Industrieproduktion.

Anteil der Containerschiffe an der Welthandelsflotte



Anteil der Containerschiffe an der deutschen Handelsflotte





WAS IST EIGENTLICH?

Michael Punzet, Analyst

In den meisten Industriekonzernen – vor allem in der Großserienfertigung –, aber auch in vielen kleinen Unternehmen, wird bedarfssynchron oder „just in time“ produziert. Läuft alles reibungslos, bietet der Prozess zahlreiche Vorteile für Produzenten und Lieferanten. Doch schon die geringste Störung kann ein Unternehmen in Bedrängnis bringen, ganz zu schweigen von einer Pandemie.

„Just-in-time-Produktion“ resultiert aus der Optimierung von Lieferketten in den letzten Jahren. So wird die Herstellung von Vorprodukten hinsichtlich des zeitlichen Bedarfs und der Menge auf die Anforderungen des Kunden ausgerichtet. Seinen Ursprung hat das Konzept in den 1950er-Jahren in Japan als Teil des Produktionssystems der Toyota Motor Company. Dessen Erfinder, der Ingenieur Taiichi Ohno, hatte dabei das Idealbild von Produktion vor Augen: ein rascher, völlig ungestörter Fluss. Oberstes Ziel dabei ist es, Leerlauf zu vermeiden, und das gilt für den Maschinenpark genauso wie für die Mitarbeitenden.

Noch einen Schritt weiter als die bedarfssynchrone Produktion geht die produktionssynchrone Lieferung, die eine „Just-in-Sequence-Produktion“ ermöglicht. Diese berücksichtigt auf der Ebene des Vorproduzenten zusätzlich noch die Reihenfolge des Endkunden bei der Produktion beziehungsweise der Verpackung.

Von funktionierenden Lieferketten und der daraus resultierenden Just-in-time-Produktion profitieren die beteiligten Unternehmen über geringere Kosten beziehungsweise einen geringeren Liquiditätsbedarf für die Bestandsverwaltung. Das minimiert die Lagerhaltung und führt in der Folge zu einem geringeren Bedarf an Lagerkapazitäten, sowohl für Vorprodukte als auch fertige Erzeugnisse.

Corona setzt Lieferketten unter Spannung

Allerdings können schon kleinste Störungen eine Lieferkette beeinflussen, wenn sie keine ausreichenden Sicherheitspuffer enthält. Besonders deutlich zeigt sich dies in der Corona-Pandemie. Durch die regional unterschiedlichen Pandemie-Auswirkungen, sprich zeitlich und in Bezug auf die Maßnahmen, waren Transportkapazitäten wie Schiffe, Flugzeuge oder Container nicht in gewohntem Umfang auf den bekannten Routen verfügbar. Um die Lieferketten trotzdem am Laufen zu halten, mussten Produkte, die normalerweise mit dem Schiff transportiert werden, nun teils mit dem Flugzeug zum Abnehmer gebracht werden. Außerdem haben sich die Transportkosten in den letzten Monaten deutlich erhöht.

Materialknappheit als weiterer Belastungsfaktor

Daneben belastet die Corona-Pandemie die Verfügbarkeit von Rohstoffen und Vorprodukten wie beispielsweise Halbleiter. So hat die Autoindustrie infolge der Corona-Maßnahmen ihre Produktion deutlich gekürzt. Daraufhin haben auch die Zulieferer ihre Planungen gesenkt oder sich für die freien Produktionskapazitäten anderer Abnehmer gesucht – beispielsweise aus der Unterhaltungselektronik. Als sich dann der Wiederanlauf nach der Lockerung der Corona-Maßnahmen dynamischer als erwartet entwickelte, waren Vorprodukte wie Halbleiter nicht im notwendigen Umfang verfügbar.

Besonders stark unter dieser Halbleiterknappheit leidet die Autoindustrie. Wurde Anfang 2021 das weltweite Produktionsvolumen noch mit 85 Millionen Fahrzeugen prognostiziert, was gegenüber dem Corona-Jahr 2020 einem Zuwachs von rund 13% entspricht, rechnet man aktuell nur noch mit einem Volumen auf eben dem Vorjahreswert von rund 75 Millionen Fahrzeugen. Für 2022 hat sich die Erwartungshaltung von rund 89 Millionen Fahrzeugen Anfang 2021 auf aktuell 83 Millionen Fahrzeuge reduziert.

Dabei fallen die Auswirkungen auf die einzelnen Unternehmen recht unterschiedlich aus. Auf Hersteller-ebene mussten Daimler und VW im Rahmen der Berichterstattung zum dritten Quartal 2021 ihre Absatzziele reduzieren, während BMW seine bisherigen Aussagen zum erwarteten Absatzwachstum bestätigte. Ergebnisseitig konnten die Hersteller, insbesondere im ersten Halbjahr 2021, die negativen Effekte aus den anhaltenden Lieferketten- und Logistikproblemen jedoch teilweise mehr als ausgleichen. Dies gelang durch die Fokussierung auf margenstarke Modelle, aber auch dank hoher Gebrauchtwagenpreise beziehungsweise Restwerte von Leasing-Rückläufern und geringer Risikokosten.

Gleichzeitig schwächt die Materialknappheit die Zuliefererindustrie – und das direkt wie indirekt. Einerseits können Vorprodukte wegen der geringen Verfügbarkeit von Teilen nicht in ausreichendem Maß produziert werden, was zu Produktionskürzungen bei den Herstellern führt. Andererseits können auch Zulieferer betroffen sein, die nicht direkt unter der Materialknappheit leiden: Dann nämlich, wenn ihre Produkte in Modellen verbaut werden, deren Produktion vom Hersteller reduziert oder ganz gestoppt wurde. Dementsprechend fallen die Auswirkungen auf Zuliefererebene sehr unterschiedlich aus.

Die Belastungen werden noch lange zu spüren sein

Die Belastungen aus den Liefer- und Logistik-Problemen werden sehr wahrscheinlich in den kommenden Monaten anhalten. Mittelfristig dürften die Auswirkungen die Ausgestaltung von Lieferketten und Lieferantenbeziehungen beeinflussen. Da die Folgen hieraus aber erst mit einem zeitlichen Versatz wirksam werden, ist in den kommenden Quartalen mit negativen Effekten bei der Umsatz- und Ergebnisentwicklung zu rechnen. Außerdem wird die Pandemie nicht die letzte Krise sein, die das gängige Hand-in-Hand-Arbeiten von Lieferanten und Produzenten beeinträchtigt. Allein schon die Umsetzung globaler Klimaziele wird ein Neudenken des Konzepts erfordern.



Kein Ausweg aus dem Schweinezyklus?

Zyklische Schwankungen als anhaltende Herausforderung

THINK-TANK

Sophia Oertmann, Analystin

Periodische Schwankungen der Angebotsmenge und des Marktpreises treten überall da auf, wo zwischen Investitionsentscheidung und ihrem Wirksamwerden einige Zeit verstreicht. Das künftige Marktumfeld lässt sich so nur schwer abschätzen. Aktuell beschäftigt die Märkte ganz besonders die Frage, ob die Halbleiterindustrie auf einen solchen sogenannten Schweinezyklus zusteuert.

Arthur Hanau betrieb 1927 bereits wahres Forschungs-Marketing, als er mit seinen Analysen zum zyklischen Verhalten der Angebotsmengen und -preise in der Schweineproduktion den so einprägsamen Begriff „Schweinezyklen“ schuf. Der Agrarwissenschaftler stellte fest: Bei hohen Absatzpreisen bauen die Schweinebauern ihre Produktion aus, beziehungsweise treten neue Schweinebauern in den Markt ein. Allerdings können die Züchter ihre Schweine nicht direkt zum Verkauf anbieten, schließlich beträgt die durchschnittliche Tragezeit eines Schweins drei Monate, drei Wochen und drei Tage. Hinzu kommen etwa sechs Monate, bis ein neugeborenes Schwein schlachtreif ist. In der Zwischenzeit sind aber natürlich noch andere Schweinebauern auf dieselbe Idee gekommen. Dadurch ergibt sich mit einiger zeitlicher Verzögerung ein Überangebot an Schweinen, welches wiederum die Preise fallen lässt. Zahlreiche Schweinebauern reagieren darauf mit der Reduzierung ihrer Produktion, sodass nach einer gewissen Zeit erneut zu wenig Schweine am Markt angeboten werden und die Preise wieder steigen – somit beginnt der Zyklus von vorn.

Schweinezyklen ohne Schweine

Was Arthur Hanau feststellte, betrifft keineswegs nur Schweine. Denn das Konzept der Schweinezyklen lässt sich genauso auf industrielle Güter übertragen, deren Herstellung nicht trivial ist und bei denen der Ausbau von Kapazitäten oder das Eindringen neuer Anbieter in den Markt Zeit benötigen – beispielsweise in der Halbleiterindustrie. Im Kern dreht es sich bei Schweinezyklen immer um das Problem, dass zwischen der (Investitions-)Entscheidung und ihrem Wirksamwerden ein längerer Zeitraum liegt und somit die künftige Marktsituation nur schwer absehbar ist.

Gilt der Schweinezyklus noch?

Dass das Prinzip des Schweinezyklus noch heute gilt, hat vor nicht allzu langer Zeit ausgerechnet die Schweineindustrie bewiesen. 2019 führte die afrikanische Schweinepest zu einem massiven Mangel an Schweinefleisch in China, sodass die Preise stark anzogen. Dadurch erkannten viele Chinesen neue Gewinnchancen und stiegen in das Geschäft ein. Das daraufhin wachsende Überangebot traf allerdings unglücklicherweise mit einer schwächelnden Nachfrage aufgrund der Einschränkungen für Restaurants während der Corona-Pandemie zusammen. Die unvermeidbare Folge war ein immer noch andauernder Preisverfall, der zahlreiche Bauern und Produzenten noch heute zum Rückzug aus dem Geschäft zwingt. Aufgrund der global integrierten Märkte bleibt der chinesische Schweinezyklus jedoch nicht nur auf das Reich der Mitte begrenzt. Vielmehr wirkt er sich durch die große Importnachfrage Chinas nach europäischem Schweinefleisch auch direkt auf Angebot und Preise in Europa aus. Die Folge: Es werden weitere Schweinezyklen in Gang gesetzt.

Welche Rolle spielt die Corona-Krise?

Zweifelsohne hat die Corona-Krise das Marktgleichgewicht in zahlreichen Sektoren ins Wanken gebracht, allerdings auf unterschiedliche Art und Weise. In manchen Sektoren kam es zu einem plötzlichen Nachfrageschub, beispielsweise bei Computern, Handys und Laptops. Dadurch entstand ein Mangel an Halbleiterchips, da sich deren Produktion nicht unmittelbar steigern ließ. Es folgten Angebotsknappheit und Preisanstiege in diversen Bereichen, so auch in der Automobilindustrie. In anderen Sektoren brach die Nachfrage bereits zu Beginn der Pandemie ein, wie etwa in der Erdölindustrie. Diese hatte plötzlich mit fallenden Preisen zu kämpfen und drosselte daraufhin die Förderung. Auch das führte mit erneut zunehmender Nachfrage bis Ende Oktober zu steigenden Preisen.

Beide Marktreaktionen haben also auf unterschiedliche Weise zu Angebotsknappheit und damit zu höheren Preisen geführt, die aktuell die Geschwindigkeit der wirtschaftlichen Erholung abbremsen und somit Wachstum kosten. Betroffen sind vor allem Länder mit einer starken Industrie, da im Dienstleistungssektor Kapazitätsengpässe eine vergleichsweise geringere Rolle spielen.

Aber: Nicht jeder Schock wird zum Schweinezyklus

Nur weil Angebot und Nachfrage in ein Ungleichgewicht geraten, beginnt aber noch nicht automatisch ein Schweinezyklus. Vielmehr kommt es darauf an, ob sich die Nachfrage einmalig oder nachhaltig verändert und wie die Unternehmen auf eine (temporäre) Angebotsknappheit reagieren. Obwohl diverse Unternehmen der Halbleiterindustrie bereits einen Ausbau ihrer Kapazitäten angekündigt haben und somit ein Überangebot drohen könnte, besteht gleichzeitig die berechtigte Hoffnung, dass die Nachfrage nach Chips hoch bleibt. Zwar dürfte der Bedarf an Laptops und Handys vorerst nachlassen, nachdem ein Großteil der Bevölkerung und Unternehmen die technische Ausrüstung zu Beginn der Pandemie auf den aktuellen Stand gebracht hat. Dafür sind die kleinen Chips aber auch für etliche andere Produkte etwa im Bereich der E-Mobilität unverzichtbar. Falls diese Sektoren das bald vermutlich steigende Chipangebot absorbieren können, dürfte der typische Schweinezyklus vorerst ausbleiben. Stattdessen stehen wir in der Halbleiterindustrie vielleicht am Beginn einer Kondratjew-Welle, also am Anfang eines neuen langfristigen Wirtschaftszyklus, aber das ist ein anderes Thema.

Den Schweinezyklus durchbrechen

Im Auf und Ab des Schweinezyklus können schlussendlich nur jene Unternehmen gewinnen, die langfristig planen und sich am erwarteten Absatzpreis zum zukünftigen Verkaufszeitpunkt orientieren, statt vermeintliche kurzfristige Gewinnchancen zu nutzen. Daran scheint sich auch die OPEC+ ein Beispiel zu nehmen, indem sie die Erdölförderung nicht im gleichen Maße gesteigert hat, wie die Weltwirtschaft es sich gewünscht hätte. Zu präsent scheinen die Erinnerungen an den rasanten Erdöl-Preisverfall des Vorjahres zu sein, um ein drohendes Überangebot zu riskieren.

Und wir dachten, das läuft alles von selbst...

Diogenes und das globale Produktionssystem

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 wieder geöffneten Kaffeehaus 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.

Diogenes fragt sich manchmal, wie es dazu kommen konnte, dass er heute abhängig von Dingen ist, die um die halbe Welt geschifft werden müssen, um zu ihm zu gelangen. In seinem ersten Leben war das sehr anders. Nicht, dass es damals nichts aus fernen Ländern gab. Zedernholz aus dem Libanon, Teppiche aus Persien, Gewürze aus dem Orient und sogar Seide aus China – all das konnte man schon kaufen. Doch China war damals sehr weit weg. Was von dort kam, war über ein Jahr lang unterwegs über Wüsten, Gebirge und Meere. Es ging dabei durch tausend Hände und wurde hunderte Male umgeladen. Oft ging es verloren oder wurde gestohlen. Wenn so etwas Exotisches dann endlich in Athen ankam, erschien es wie ein Ding aus einer anderen Welt. Die Superreichen liebten es, konnten sie doch so ihren Reichtum und ihren Geschmack zeigen.

Und heute? Bekleidung aus Bangladesch oder Vietnam, Autos und Nahrungsmittel aus Polen, Technik aus Fernost und Möbel aus Schweden sind eher ein Zeichen dafür, dass man sich heimisch erzeugte Produkte nicht leisten kann. Das meiste wird irgendwo anders billiger produziert und die Transportkosten machen nur noch einen Bruchteil des Warenwerts aus.

Aber seit einigen Monaten knirscht es. Wir merken nun, dass unser auf höchste Effizienz getrimmtes Produktionssystem mit weltumspannender Arbeitsteilung und der heute so genannten „Just-in-time-Produktion“ offenbar etwas zu sehr auf Kante genäht ist. Ein Zusammentreffen weniger kleiner Störungen wird so schnell zu einer Großstörung. An den verschiedensten Stellen des Systems mangelt es dann an Gütern. Nach den Gesetzen des Marktes steigen deren Preise. Wohlhabendere Menschen müssen weiter auf nichts verzichten, ärmere können sich möglicherweise manches gar nicht mehr leisten. So ist das, wenn Preise steigen.

Das andere Marktgesetz, wonach steigende Preise das Angebot erhöhen, greift aber nicht so recht. Es kann eben nicht auf die Schnelle einfach mehr herangeschafft werden. Denn die Maschinerie des Welt-handels lässt sich nicht von heute auf morgen wieder hochfahren. Während der Corona-Flaute wurden

Kapitäne, Piloten, Lokführer, Fernfahrer und viel schwimmendes, fliegendes und fahrendes Personal auf Kurzarbeit gesetzt, ins Homeoffice geschickt, freigestellt oder gar entlassen. Schiffe, Flugzeuge, Güterzüge und Lastwagen wurden aus dem Betrieb genommen oder eingemottet.

Diogenes hat aber den Eindruck, dass die Beschäftigten – vielleicht nach einem Auffrischkurs – wieder eingesetzt werden können, sofern sie denn in ihren alten Job zurückwollen. Auch die Transportmittel müssen wohl abgestaubt werden, sind dann aber wieder funktionsfähig. Die gegenwärtigen Störungen werden also vorübergehen.

Aber wird es eine Rückkehr zum vorherigen Zustand geben, oder hinterlässt Corona hier dauerhaft Spuren? Manche meinen, die Globalisierung sei an ihren Grenzen angelangt und befände sich nun auf dem Rückzug. Wenn damit eine Rückkehr zu mehr Autarkie gemeint ist, also Dinge im Inland zu machen, die andere Länder besser können, dann hält Diogenes das für falsch. In Costa Rica Werkzeugmaschinen statt Kaffee, in Norwegen Wein statt Lachs, in Deutschland Oliven statt Autos zu produzieren – das ginge ihm zu weit. Und falsch wäre es obendrein, weil dann viele ärmere Länder der einzigen Wachstumschance beraubt würden, die sie haben.

Es wäre aber vielleicht klug, ein wenig Effizienz gegen Robustheit einzutauschen, Produktionsabläufe nicht rigide nach dem geplanten Eintreffen der Inputs zu timen. Auch mal ein paar Vorleistungen, Zwischenprodukte oder Endprodukte auf Lager zu halten. Und zeitweise weniger ausgelastete Arbeitskräfte und Geräte nicht gleich außer Dienst zu stellen. Kurzum: Hier und da wieder die von Schlankheitsaposteln verteuflten Puffer und Polster entstehen zu lassen.

Das System krisenfester zu machen, kostet natürlich auch etwas. Aber die Abwägung zwischen Effizienz und Robustheit, zwischen Ertrag und Risiko, ist eine ganz normale betriebswirtschaftliche Fragestellung. Diogenes ist sich sicher, dass in den Unternehmen, die jetzt unter den Lieferstörungen leiden, schon Anpassungen für die Zukunft gearbeitet wird.

Bis dahin vermisst Diogenes schmerzlich das Basilikum-Pesto aus Italien. Aber wenigstens im Kaffeehaus hat er noch keinerlei Knappheiten bemerkt.



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 Bundesan-
stalt 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: 08. Dezember 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 Gesamtmarkt-entwicklung.

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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