

Friedrich

#1/2023

März 2023

Research. Trends. Analysen.

A corkboard with a map of Europe and two gold chess pawns. The map is drawn in white lines on a dark blue background, which is placed on a light brown corkboard. Two gold chess pawns are positioned on the map, one in the center of Europe and one in the upper right corner of the map.

Neues Kapitel geopolitischer Realität

Die Zeitenwende stellt auch das deutsche Geschäftsmodell in Frage

Inhalt

AUSGABE #1/2023



KAPITEL 1

Neues Kapitel geopolitischer Realität

Die Zeitenwende stellt auch das deutsche Geschäftsmodell in Frage

Seite 5



KAPITEL 2

Die Börse ist keine Einbahnstraße

Gute Aussichten – Vorsicht ist aber angebracht

Seite 8



KAPITEL 3

Große Haie, kleine Fische?

Große Aktienunternehmen meistern schwieriges Umfeld erstaunlich gut

Seite 11

Glück und Geschick

Warum sich Deutschlands
Wirtschaft besser schlägt
als erwartet

KAPITEL 4

Experten-Interview mit Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt der
DZ BANK

Seite 14



KAPITEL 5

Hochburg auf heiklem Grund

Taiwans besondere Rolle in der Chipindustrie

Seite 16



KAPITEL 6
Mischpult

Musterportfolio

Seite 20



KAPITEL 7
Transparenter!

Neue Richtlinien sollen Lieferketten stärken

Seite 24



KAPITEL 8
Es bleibt verflochten

Europas Versuch, die Energieversorgung krisensicherer zu machen

Seite 28



KAPITEL 9
Mehr Sicherheit

Erhöhtes Sicherheitsbedürfnis erfordert verbesserte Verteidigungsfähigkeiten

Seite 33



KAPITEL 10
Glosse

Diogenes hofft auf Frieden

Seite 39

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 41

Erkenntnis – Umdenken – Handeln

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

erinnern Sie sich noch an das während der Corona-Pandemie viel zitierte „Brennglas“? Verwendet wurde der Begriff gern im Zusammenhang mit den zutage getretenen Missständen, die durch die Pandemie noch verstärkt wurden. Ungleich deutlicher wurden uns die Missstände durch den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine vor Augen geführt, allerdings mit einem gravierenden Unterschied: Er hat nicht nur Erkenntnis gebracht, sondern auch zum Umdenken bewegt und zum Handeln veranlasst. Schließlich haben sich seit dem 24. Februar des vergangenen Jahres die geopolitischen Rahmenbedingungen ganz grundlegend geändert. Dies wird zwar nicht die Globalisierung als solche zu Fall bringen, unter Druck ist sie aber allemal, betrachtet man die letzten 15 Jahre seit dem Beginn der Finanzkrise. Insofern wird auch Deutschland sein Geschäftsmodell überdenken und neue Handelsstrukturen schaffen müssen, um sich unabhängiger von als riskanter zu erachtenden Ländern zu machen.

Unmittelbare Folgen hat der Krieg auf die weltweiten Energiemärkte. Nach der Kappung der russischen Gas- und Ölimporte wurde fieberhaft nach alternativen Lieferanten gesucht. Und erfreulicherweise gelang es bis dato, den Wegfall der Importe zu kompensieren. Um die Energieversorgung auch langfristig unabhängiger – von fossilen Rohstoffen und geopolitisch bedenklichen Exportnationen – und damit sicherer zu machen, gilt es, den Fokus noch konsequenter auf erneuerbare Energien zu legen. Eine Strategie, die allerdings die Gefahr neuer Abhängigkeiten birgt.

Dass auch die Lieferketten verwundbar sind, wissen wir spätestens seit Corona, als alltägliche Güter plötzlich zur Mangelware wurden. Sie nachhaltiger und widerstandsfähiger zu gestalten, verlangt jetzt auch der Gesetzgeber in Form des seit Jahresbeginn geltenden Lieferkettensorgfaltspflichten-Gesetzes, das hiesige Unternehmen vor enorme Herausforderungen stellt.

Abhängigkeiten zu reduzieren, ist auch das Gebot der Stunde in der Chipindustrie. Hier hat sich Taiwan in den letzten 30 Jahren zum führenden Auftragsfertiger entwickelt und dominiert die globalen Lieferketten. Im Zuge einer geografischen Diversifizierung haben einige Hersteller bereits konkrete Pläne, Produktionsstandorte außerhalb der Inselrepublik zu errichten – möglicherweise auch wegen Chinas „Wiedervereinigungsambitionen“.

Vor dem Hintergrund all dieser Unsicherheiten, insbesondere aber des Kriegs in der Ukraine, ist es kaum verwunderlich, dass sich das Sicherheitsbedürfnis der Bevölkerung zuletzt erhöht hat. Entsprechend groß ist die Zustimmung der Bürgerinnen und Bürger hinsichtlich einer Erhöhung der Verteidigungsausgaben, wie sie Bundeskanzler Olaf Scholz in seiner Zeitenwende-Rede angekündigt hat. Gleichzeitig kommt Deutschland damit dem von der NATO schon lange geforderten Ziel nach, ab 2024 jährlich 2% seiner Wirtschaftsleistung für Verteidigungszwecke zur Verfügung zu stellen.

Trotz aller Unsicherheiten ist es doch zumindest ein wenig tröstlich, dass Erkenntnis – wenn auch spät – zu einem Umdenken führen kann, auf Basis dessen das Handeln neu ausgerichtet werden kann.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen wie immer eine anregende Friedrich-Lektüre

Ihr DZ BANK Research-Team



Neues Kapitel geopolitischer Realität

Die Zeitenwende stellt auch das deutsche Geschäftsmodell in Frage

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

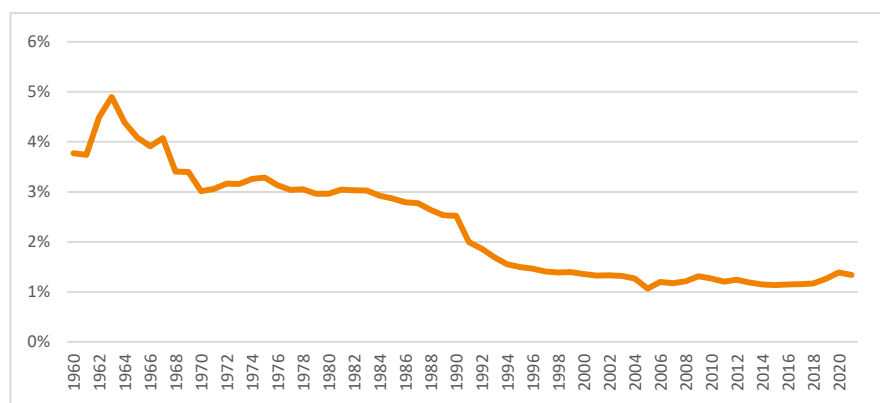
Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine markiert für Deutschland und die gesamte Europäische Union eine neue geopolitische Realität. Es ist der erste große, territoriale Konflikt in Europa seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs, der gleichzeitig das Ende der europäischen Nachkriegsordnung bedeutet.

Die Zeit nach dem Fall des Eisernen Vorhangs 1989 und der deutschen Wiedervereinigung erlebten wir in Mitteleuropa überwiegend als Phase des friedlichen Miteinanders, zumindest was den Konflikt zwischen Ost und West betrifft. Es schien für viele eine neue Zeitrechnung angebrochen, die Zeit der bewaffneten Konflikte überwunden zu sein. Die „Friedensdividende“ wurde mit Freude verteilt, der Anteil der Verteidigungsausgaben am deutschen Bruttoinlandsprodukt (BIP) sank von mehr als 3% in den frühen 1980er-Jahren auf unter 1,5% Mitte der 1990er-Jahre. Auch wenn dies – zusammen mit den sinkenden Kapitalmarktzinsen – für eine deutliche Entlastung der öffentlichen Haushalte sorgte, stieg gleichzeitig die Staatsschuldenquote in Deutschland von etwas über 40% im Jahr 1991 auf mehr als 80% im Jahr 2010.

Neue Zeitrechnung – mit enormen Belastungen

Schon unmittelbar nach dem russischen Angriff am 24. Februar 2022 war klar, dass Europa seine strategische Autonomie festigen musste. Im Bundestag hielt Kanzler Scholz die „Zeitenwende“-Rede, und die Staats- und Regierungschefs der EU entwickelten einen Plan zum Ausbau der europäischen Verteidigungskapazitäten, zur Verringerung der Energieabhängigkeit und zur Stärkung der Wirtschaft durch technologische Innovation – die drei „Säulen der europäischen Souveränität“.

Und die wirtschaftlichen Folgen des Kriegs ließen nicht lange auf sich warten und waren weltweit spürbar. So verursachte Russlands Einmarsch in die Ukraine den größten Rohstoffschock seit 1973 und eine der schlimmsten Unterbrechungen der Weizenversorgung seit einem Jahrhundert. Zahlreiche Länder verboten zeitweise die Ausfuhr von Lebensmitteln, um die Versorgung im eigenen Land sicherzustellen. Der Westen verhängte Sanktionen gegen Russland, durch die dem Land fortgeschrittene Produkte und Technologien vorenthalten werden sollen.

DEUTSCHLAND: ANTEIL DER VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN IST STARK GESUNKEN

Quelle: SIPRI, DZ BANK (Anteil der Verteidigungsausgaben am Bruttoinlandsprodukt in %)

Für den ohnehin angespannten internationalen Handel nahmen damit die Belastungen noch zu. Folglich kommt die „Globalisierung“ immer mehr unter Druck – erst die negativen Auswirkungen der Finanzkrise von 2007 bis 2009, dann der Brexit sowie die Abschottungspolitik von US-Präsident Donald Trump und zuletzt die Pandemie seit dem Frühjahr 2020. Schon seit Jahren sind die Indikatoren für die globale Integration rückläufig. In den Jahren zwischen 2008 und 2019 hat der Welthandel im Verhältnis zum globalen BIP um etwa 5 Prozentpunkte verloren. Zölle und andere Handelshemmnisse häufen sich an. Auch die globalen Ströme langfristiger Investitionen sind in den letzten Jahren zurückgegangen.

Der Welthandel leidet

Der Krieg in der Ukraine könnte noch eine weitere tiefgreifende Veränderung der globalen Handelsströme beschleunigen, indem er große Autokratien gegen liberale Demokratien ausspielt. Zwar gab es eine solche Konfrontation auch während des Kalten Kriegs, allerdings unter ganz anderen Voraussetzungen. Denn heute sind die Autokratien nicht nur größer und reicher, sondern auch technologisch fortschrittlicher. Ihr Anteil an der weltweiten Produktion, am Handel und an der Innovation ist in teils beachtlichem Maße gewachsen, sodass sie inzwischen wichtige Glieder in zahlreichen Lieferketten sind. Versuche, sich unabhängiger voneinander zu machen, werden daher neue Konsequenzen und Kosten für die Weltwirtschaft mit sich bringen.

Nach einer Analyse des Economist stieg der Anteil der politischen Regime, die als „liberale Demokratien“ bezeichnet werden können, von 11% im Jahr 1970 auf 23% im Jahr 2010. Seitdem ist die Demokratie jedoch auf dem Rückzug. Die meisten der 1,9 Milliarden Menschen, die in geschlossenen Autokratien leben, wohnen heute in China. Aber auch „kleinere Formen“ der Autokratie sind auf dem Vormarsch, wie etwa in der Türkei, wo Präsident Recep Tayyip Erdogan in zwei Jahrzehnten Amtszeit seine Macht gefestigt hat.

Anhand von Daten der Weltbank, des IWF und anderer Organisationen teilt der Economist die Weltwirtschaft in zwei Gruppen ein. Demnach erwirtschaftet die autokratische Welt (gemeint sind geschlossene Autokratien und Wahlauskokratien) heute über 30% des globalen BIP und damit mehr als doppelt so viel wie am Ende des Kalten Kriegs. Ihren Anteil an den weltweiten Ausfuhren sieht der Economist in diesem Zeitraum sprunghaft angestiegen. Der kombinierte Marktwert ihrer börsennotierten Unternehmen entsprach 1989 nur 3% des weltweiten Gesamtwerts und hat sich bis heute auf 30% verzehnfacht.

Besondere Herausforderungen für offene Volkswirtschaften

Vor allem große Länder wie die USA, China und Indien wenden sich inzwischen verstärkt nach innen. So verabschiedeten die USA unter der Regierung von Präsident Joe Biden Mitte August 2022 den sogenannten „Inflation Reduction Act“. Ziel dieses Maßnahmenpakets ist jedoch nicht in erster Linie – wie man vermuten könnte – eine Reduzierung der Inflation, sondern die Förderung der eigenen Industrie. Mit groß angelegten Subventionen will man die heimische Produktion, aber auch Innovationen fördern, um längerfristig in Richtung Klimaneutralität zu steuern. Auch Chinas Hinwendung zu einer Strategie des „doppelten Kreislaufs“ im Jahr 2020 beschreibt den Versuch, sich weniger auf globale Lieferanten zu verlassen. Das Land will sich aus dem Griff seiner Konkurrenten

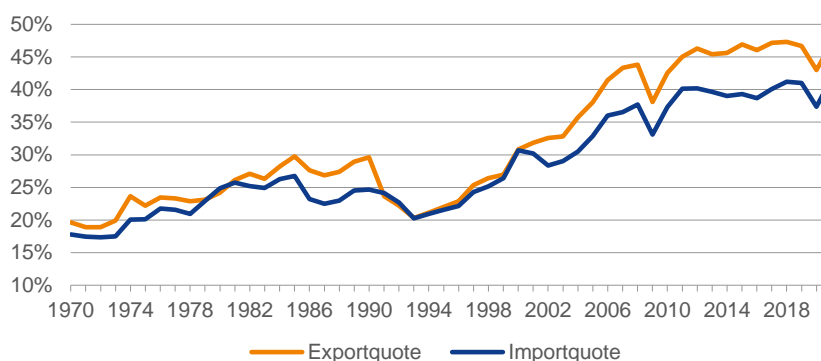
aus bestimmten Branchen wie der Chipindustrie befreien, denn es befürchtet, dass diese den Aufstieg Chinas abwürgen könnten. Auch Indien unternimmt im Zuge der bereits 2014 gestarteten Regierungsinitiative „Make in India“ Anstrengungen, mehr Eigenständigkeit zu erlangen.

Viele dieser Bemühungen könnten ihren Preis haben. Denn der Rückzug aus globalen Handels- und Investitionsnetzen ist mit enormen Kosten verbunden. In jüngster Zeit haben verschiedene Studien ergeben, dass es vor allem amerikanische Unternehmen waren, die für die Zölle von Präsident Trump bezahlt haben. Und es bestehen nur wenig Zweifel, dass der Brexit das Wachstum und die Investitionen in Großbritannien in den Jahren seit 2016 gebremst hat.

Wie schwer es ist, sich von der Weltwirtschaft abzukoppeln, zeigt sich an Russland, das schon seit langem versucht, sich unabhängig zu machen – durch umfassende Importsubstitution sowie den Aufbau von Devisenreserven und die Entwicklung paralleler technologischer Netzwerke. Infolge der durch den Westen verhängten Sanktionen wurde ein Großteil der Devisenreserven über Nacht unbrauchbar. Darunter leidet die Wirtschaft wie unter den direkten Folgen des Krieges. Hinzu kommt, dass ausländische Unternehmen mehrheitlich das Land verlassen haben.

Ein Risiko könnte nun auch darin bestehen, dass Länder die gegenteilige Lehre aus dem Russland-Szenario ziehen, nämlich dass weniger Integration der bessere Weg ist, um sich vor wirtschaftlichen Nachteilen zu schützen. Die Welt würde noch stärker zersplittert und von gegenseitigem Misstrauen geprägt sein – ganz zu schweigen davon, dass sie ärmer wäre als sie sein könnte.

AUSSENHANDELSABHÄNGIGKEIT DEUTSCHLANDS STEIGT IM TREND STARK AN



Quellen: Feri, DZ BANK (Exporte bzw. Importe von Gütern und Dienstleistungen in % des Bruttoinlandsprodukts)

Neue Handelsströme schaffen

Für eine offene Volkswirtschaft wie die deutsche, die mehr als viele andere Länder vom internationalen Austausch profitiert, stellt das aktuelle Umfeld ganz erhebliche Risiken dar. Unsere „Geschäftsgrundlage“, die hauptsächlich auf dem Import von Rohstoffen und Vorprodukten und dem Export von hoch entwickelten Industrieprodukten beruht, wäre in Frage gestellt. Insofern gilt es wohl, in den nächsten Jahren eine Gratwanderung zu schaffen: Einerseits den offenen internationalen Handel mit all seinen Vorteilen so weit wie möglich zu erhalten, andererseits die einseitigen Abhängigkeiten von geopolitisch riskanteren Ländern und Regionen so weit wie möglich zu reduzieren. Auf jeden Fall wird man sich in Zukunft stärker an geopolitischen Bedingungen orientieren müssen. Möglicherweise werden sich im Zuge dessen neue Handelsbeziehungen knüpfen lassen mit einer stärkeren Diversifizierung der Beschaffungsmärkte und Investitionsstandorte. Daraus wiederum könnten neue Strukturen im internationalen Handel erwachsen, wovon auch andere Länder profitieren könnten.



**Die Börse ist keine Einbahnstraße
Gute Aussichten – Vorsicht ist aber angebracht**

Christoph Müller, Analyst

Auf der Jagd nach Rendite gehen Finanzmarktakteure verstärkt Risiken ein. Getragen von der Zuversicht auf einen ab dem Frühjahr einsetzenden moderaten Konjunkturaufschwung im Euroraum, der Erwartung eines in den nächsten Monaten erreichten Leitzinsgipfels sowie einer guten Berichtssaison hält sich der DAX oberhalb von 15.500 Punkten. Der Goldpreis hingegen korrigierte in den letzten Wochen leicht.

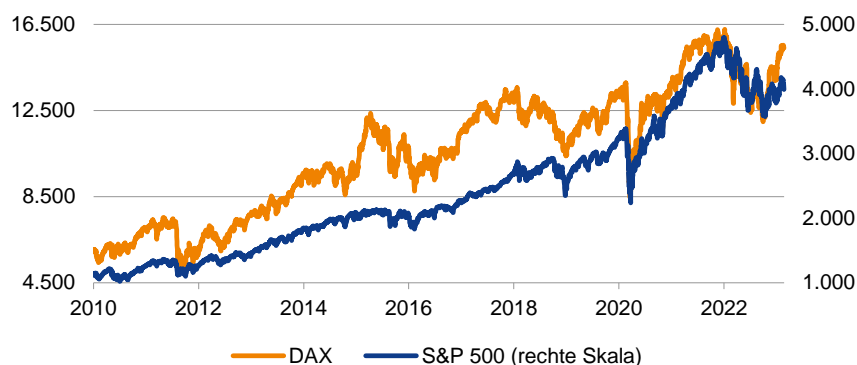
Seit Anfang Oktober 2022 haben die wichtigsten internationalen Aktienindizes im volatilen Trend deutlich zugelegt. Bis Ende Februar stieg der DAX über 28%, der Euro Stoxx 50 kletterte um 30% und beim S&P 500 sind es immer hin noch 13%. In diesen Kursanstiegen spiegelt sich, gerade was Europa betrifft, ein gewisser Konjunktur-optimismus wider.

Aktienmärkte nehmen Positives vorweg

Die Risikofaktoren aus 2022 sind keineswegs verschwunden, aber sie nehmen an Intensität ab. Von einer tiefergehenden Rezession bleibt die Eurozone wohl verschont, die Marktakteure rechnen nur noch mit einem moderaten konjunkturellen Abschwung. Hierzulande ist das Inflationsniveau im historischen Vergleich zwar nach wie vor recht hoch, jedoch nimmt die Inflationsrate langsam ab, sodass das Leitzinsplateau in den nächsten Monaten erreicht sein dürfte. China hat die dramatische Corona-Welle offenbar hinter sich gelassen, und das „Reopening“ der dortigen Wirtschaft nach dem Ende der Null-Covid-Politik beflügelt aufgrund ihrer Bedeutung für die weltweiten Absatzmärkte auch die hiesigen Aktienmärkte. Obwohl bei dem nun rund ein Jahr anhaltenden Ukraine-Krieg keine Entspannung in Sicht ist, hat beispielsweise der DAX sein Vorkriegsniveau wieder erreicht. Trotz des Krisenjahres verlief zudem sowohl in den USA als auch in Europa die Berichtssaison zum vierten Quartal 2022 weitgehend gut. Auch dieses Mal waren es insbesondere die Großunternehmen mit einer gewissen Preissetzungsmacht, die sich in einem schwierigen Umfeld als resilient erwiesen.

Mit Blick nach vorn ist wohl mit einer weiterhin erhöhten Marktvolatilität zu rechnen. Denn Börsen sind keine Einbahnstraße: Investoren sollten mitnichten den Fehler begehen, die gute Entwicklung der vergangenen Monate einfach fortzuschreiben. Die Inflation im Euroraum dürfte auch im Jahr 2023 trotz sinkender Tendenz weiterhin oberhalb des 2%-Ziels der EZB bleiben. Einen von so manchem Marktteilnehmer erwarteten raschen Rückgang halten wir für unwahrscheinlich, sodass sich (Leitzinsen und) Anleiherenditen zunächst auf erhöhtem Niveau einpendeln sollten. Mittelfristig bleiben wir für die Aktienmärkte aber positiv gestimmt. Insbesondere zyklische Sektoren haben angesichts des ab dem zweiten Quartal 2023 zu erwartenden Aufschwungs in der Eurozone noch Potenzial. Im Laufe des ersten Halbjahres 2023 dürfte zudem der Gipfel bei den Leitzinserhöhungen erreicht sein – sowohl in der Eurozone als auch in den USA.

AKTIENMÄRKTE: IN VOLATILEN SCHWÜNGEN WEITER AUFWÄRTS



Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Aktienmärkte bleiben insgesamt gefragt

Mittelfristig sind wir für die globalen Aktienmärkte zuversichtlich, zumal im zweiten Halbjahr die US-Wirtschaft auf den Wachstumspfad zurückkehren sollte und auch China in diesem Jahr deutlich stärker wachsen dürfte als im Jahr 2022. Gerade für den exportabhängigen deutschen Leitindex DAX sind dies gute Vorgaben. Zum Jahresende 2023 dürfte der DAX bei 15.000 Punkten stehen, der Euro Stoxx 50 bei 4.100 Zählern und der S&P 500 bei 4.400 Punkten.

DZ BANK Index-Prognosen

	Index	30.06.2023	31.12.2023
Europa	Euro Stoxx 50	3.900	4.100
Deutschland	DAX	14.500	15.000
USA	S&P 500	4.200	4.400

Quelle: DZ BANK

Gold: 2.000-US-Dollar-Marke in Sicht

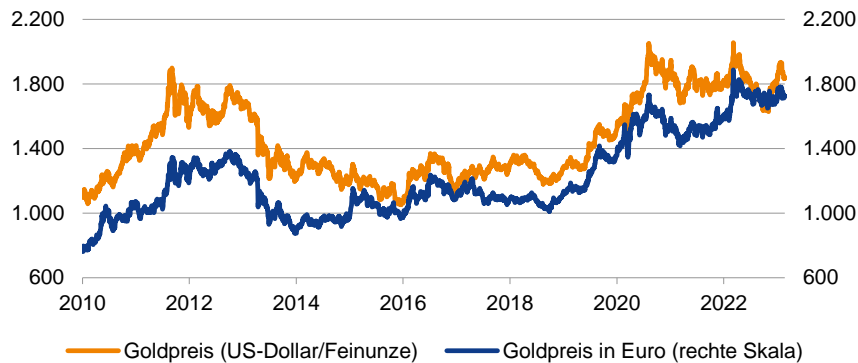
Seit dem Preishoch Ende Januar hat das gelbe Edelmetall etwa 6% an Wert und damit alles an Jahresgewinn eingebüßt. Als Begründung ist im Wesentlichen die wieder stärkere Akzentuierung der Inflationsbekämpfung der Zentralbanken zu nennen. Denn das auf weitere Leitzinserhöhungen ausgelegte hawkische „Setup“ hat die Realzinsen und den US-Dollar steigen lassen – beides negative Faktoren für Gold.

Als Folge sind die weltweiten ETF-Goldbestände im bisherigen Jahresverlauf leicht um 32 Tonnen gefallen. Auf das gesamte Jahr 2022 bezogen lagerten die Währungshüter 1.136 Tonnen in ihren Tresoren ein. Der Anteil der Zentralbankkäufe an der gesamten weltweiten Nachfrage betrug 2022 rund ein Viertel. Die People's Bank of China (PBoC) kündigte gegen Jahresende Goldkäufe von 62 Tonnen an. Eine Umfrage unter Notenbankern

ergab, dass die wesentlichen Motive des Goldbesitzes die stabile Performance in Krisenzeiten (geopolitische Konflikte) und die Werterhaltungsfunktion (Inflationsschutz) sind. Daran wird sich auch 2023 kaum etwas ändern.

Obwohl die Zentralbanken zuletzt wieder mit restriktiveren Tönen zugunsten weiterer geldpolitischer Maßnahmen in Erscheinung treten, wird der Zinserhöhungszyklus im Jahr 2023 zu Ende gehen, sodass eine erste Leitzinssenkung der Fed Anfang 2024 vorstellbar ist. Damit entfällt perspektivisch ein großer Belastungsfaktor für den Goldpreis. Auch der momentan starke US-Dollar dürfte sich bald abschwächen. Damit ist der Weg frei für die unseres Erachtens zurückkommenden ETF-Anleger.

GOLD: GELBES EDELMETALL MIT AUFWÄRTSPOTENZIAL



Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Vor diesem Hintergrund sind wir für den Goldpreis positiv gestimmt und erwarten auf Sicht von drei und sechs Monaten Kurse um 1.900 US-Dollar sowie Notierungen von 2.000 US-Dollar auf Jahressicht.

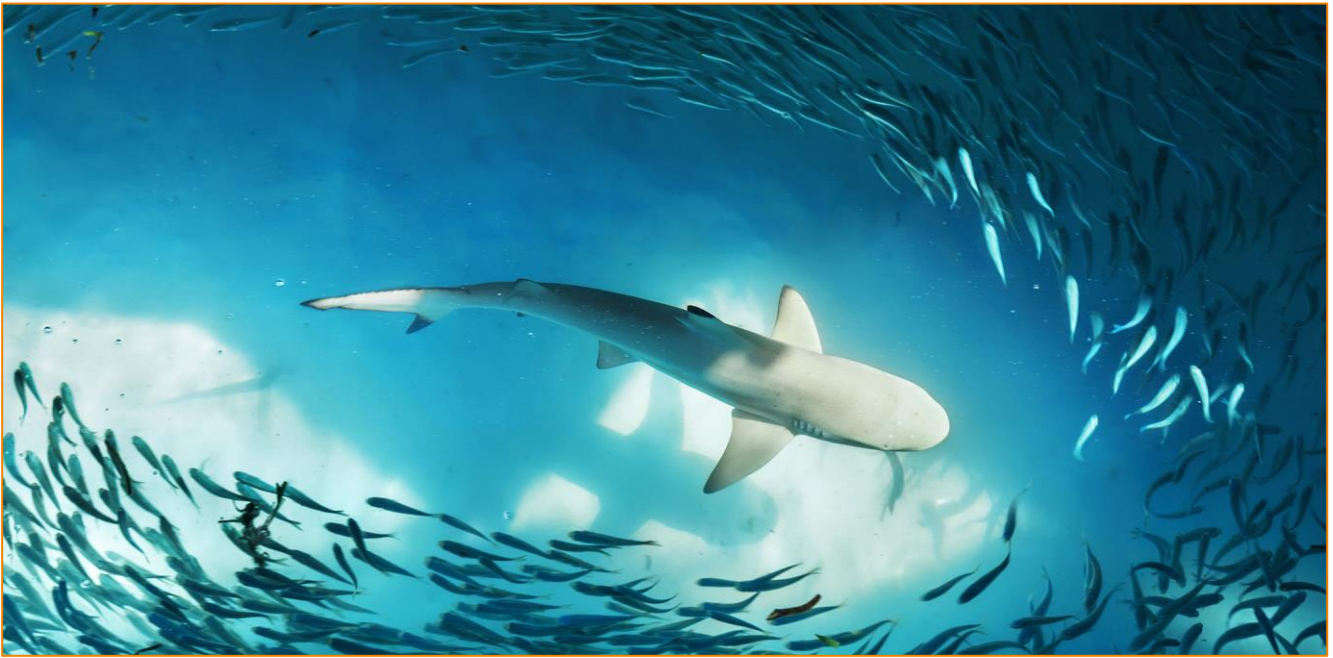
DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	30.06.2023	31.12.2023	31.03.2024
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	1.900	1.900	2.000
Goldpreis in Euro je Feinunze	1.725	1.665	1.740

Quelle: DZ BANK

Insgesamt freundliche Aussichten

Die Marktteilnehmer sind verstärkt auf der Suche nach Rendite. Sollten keine neuen Risikofaktoren auftauchen und die geopolitischen Risiken nicht spürbar zunehmen, sind die Aussichten für die Aktienmärkte freundlich. Denn sowohl Anleger als auch die Unternehmen haben gelernt, mit Krisen umzugehen. Gold dürfte von dem bald erreichten Leitzinsplateau und dem zu erwartenden schwächeren US-Dollar profitieren.



Große Haie, kleine Fische?

Große Aktienunternehmen meistern schwieriges Umfeld erstaunlich gut

Sören Hettler, Analyst

Geht es nach der Entwicklung der Aktienkurse, haben sich im Jahr 2022 in einem von Unsicherheit, Krieg, hoher Inflation und steigenden Zinsen geprägten Umfeld größere börsennotierte Gesellschaften tendenziell besser geschlagen als kleinere. Lässt sich diese Entwicklung in die Zukunft fortschreiben?

Die Berichtssaison für das vierte Quartal des vergangenen Jahres läuft zwar derzeit noch – und das insgesamt gar nicht so schlecht wie teils im Vorfeld befürchtet wurde. Dennoch dürften zahlreiche Unternehmen, egal ob groß oder klein, beim Blick auf ihren Aktienkurs froh sein, dass 2022 zumindest kalendarisch mittlerweile abgehakt ist. Zu viele Krisen- und Unsicherheitsherde hatten sich vor allem in Europa aufgetan. Nicht nur mussten sich die Verantwortlichen auf veränderte geopolitische Gegebenheiten einstellen und mit Lieferengpässen, einer möglichen Energiemangellage sowie steigenden Kosten für Vorprodukte auseinandersetzen. Hinzu kamen Zentralbanken, die sich angesichts dynamisch ansteigender Inflationsraten von einer über lange Zeit nicht mehr gekannten Seite zeigten und Leitzinsen in atemberaubender Geschwindigkeit emporschraubten. Sich in einem derartigen Umfeld zurechtzufinden, stellt für unternehmerisches Handeln eine besondere Herausforderung dar – insbesondere nach einer Phase, die über beinahe eine Dekade hinweg von Niedriginflation, Nullzinsen und üppiger Liquiditätsausstattung an den Finanzmärkten geprägt war.

DAX und Bundesanleihen vereint im Minus – erstmals seit fast 30 Jahren

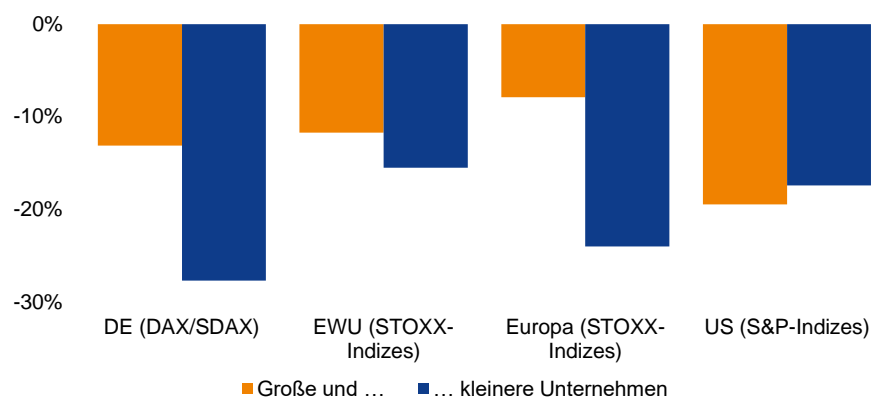
Insbesondere das steigende Zins- und Renditeniveau hat dazu beigetragen, dass Investoren sowohl im Aktien- als auch im Anleihebereich Verluste hinnehmen mussten. Und das nicht zu knapp. Dank einer dynamischen Aufwärtsbewegung im vierten Quartal durfte der DAX am Ende froh sein, die Einbußen auf „nur noch“ 12% reduziert zu haben, sah es doch zwischenzeitlich nach einem etwa doppelt so hohen Minus aus. Engagements in deutsche Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit erging es mit einem Minus von 17% keineswegs besser – Ruf als besonders sichere Anlageklasse hin oder her. Für Investoren deutscher Staatsanleihen in diesem Laufzeitsegment war es das erste Jahr mit nennenswerten Verlusten seit 1999. Zwar waren an den Aktienmärkten in den letzten Jahren mehrfach deutlich gravierendere Kursrückgänge zu beobachten – so gab der DAX beispielsweise im Jahr 2018 um 18% nach, 2011 um 15% und 2008 um 40%. Tatsächlich ist es jedoch zuletzt 1994 vorgekommen, dass sowohl der DAX als auch zehnjährige Bundesanleihen ihren Investoren in ein und demselben Jahr Verluste bescherten.

Europäische Aktienunternehmen im Vergleich – Größenvorteile im Fokus

Die Erkenntnis, dass 2022 kein einfaches Jahr für die meisten Unternehmen und ihre Entscheidungsträger war, sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass einige Aktiengesellschaften mit der herausfordernden Situation besser zurechtgekommen sind als andere. Ein ausschlaggebender Faktor scheint hierbei die Größe der Unternehmen zu sein. So steht dem 12%igen Minus beim DAX, der die Wertentwicklung der 40 größten Unternehmen des deutschen Aktienmarktes misst und rund 80% der Marktkapitalisierung börsennotierter Aktiengesellschaften des Landes repräsentiert, ein mehr als doppelt so hoher Verlust beim SDAX gegenüber. Letzterer umfasst 70 verglichen mit dem deutschen Leitindex nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz deutlich kleinere Unternehmen.

Gemessen am gesamten Euroraum fällt die Bilanz ähnlich aus. Die Stoxx- und MSCI-Indizes für die jeweils größten börsennotierten Aktiengesellschaften des gemeinsamen Währungsraums weisen für 2022 ein Minus von rund 12% aus. Bei den entsprechenden Small-Cap-Pendants fiel der Verlust 4 bis 5 Prozentpunkte größer aus. Noch gravierender ist die Differenz beim Blick auf die gesamteuropäische Region. Während der Stoxx-Europe-Index für Europas 200 größte Unternehmen im vergangenen Jahr lediglich 8% nachgab, verloren die 200 kleinsten Aktiengesellschaften im Durchschnitt fast ein Viertel an Wert.

AKTIENUNTERNEHMEN IM JAHR 2022: VORTEILE FÜR DIE INDIZES DER GROSSEN
INDEXENTWICKLUNG IM JAHR 2022 (IN %)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

In den USA ist die Situation auf den ersten Blick weniger eindeutig. Hier lag der Rückgang der S&P- und Russell-Indizes für größere und kleinere Unternehmen ungefähr in derselben Größenordnung mit einer Differenz in der Jahresentwicklung von 1 bis 2 Prozentpunkten. Die Ursache dürfte vor allem in der großen Bedeutung der US-Tech-Giganten für die zugehörigen Blue-Chip-Indizes liegen. Sie hatten sich im Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre sowie dem damit einhergehenden Anleiheerhalt insbesondere bei einkommensorientierten und risikoscheuen Investoren als Anleiheersatz etabliert. Mit den steigenden Renditen an den internationalen Finanzmärkten hat sich dieser Effekt umgekehrt – entsprechend deutlicher fielen die Verluste aus. Werden vorrangig große US-Industrievertreter berücksichtigt, haben große Aktiengesellschaften wieder klar die Nase vorn. So lag das Minus beim 30 Unternehmen umfassenden Dow-Jones-Industrial-Average-Index „nur“ bei 9%.

Globale Ausrichtung und Preissetzungsmacht von besonderer Relevanz

Der genauere Blick auf die europäischen Aktienindizes verrät demnach: „Size matters“. Offenbar fällt es „großen Containerschiffen“ leichter, durch von Krisen und Unsicherheit geprägtes Fahrwasser zu navigieren. Tatsächlich gibt es mehrere Argumente, die diese Beobachtung untermauern. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang zum einen eine globalere Ausrichtung hinsichtlich Zulieferer, Produktionsstätten und Absatzmärkte sowie eine tendenziell stärkere Diversifikation der Produktpalette. Sie haben folglich mehr Spielräume, auf geänderte Rahmenbedingungen zu reagieren, und sind von einer Energiekrise oder Absatzproblemen in einer Region nur partiell betroffen.

Zum anderen sind größere Unternehmen in der Regel besser als kleinere Aktiengesellschaften in der Lage, Kostensteigerungen in ihre Absatzpreise zu überwälzen. Genau genommen sind es schließlich diese Unternehmen, die höhere Preise für ihre Produkte verlangen und damit den Anstieg der Verbraucherpreise, mit anderen Worten die Inflation, verursachen. Die Unternehmensgröße stärkt darüber hinaus die Verhandlungsposition gegenüber Zulieferern, sodass der Anstieg auf der Kostenseite tendenziell geringer ausfällt als bei kleineren Abnehmern.

Keine Fehlschlüsse ziehen

Die Beobachtung, dass große Unternehmen bessere Chancen haben, mit einer Krise zurechtzukommen, bedeutet nicht, dass sie generell besser aufgestellt sind. Dies hat der Jahresstart 2023 deutlich gemacht: Sowohl in Deutschland, dem Euroraum und Europa insgesamt als auch den USA schnitten Indizes für Großunternehmen in den ersten Wochen dieses Jahres schlechter oder bestenfalls genauso gut ab wie ihre Pendanten kleinerer Aktiengesellschaften. Zwei Erkenntnisse lassen sich abschließend festhalten: Zum einen ist die richtige Anlageentscheidung auch immer eine Frage des angemessenen Timings; zum anderen sind derart herausfordernde Rahmenbedingungen, wie sie 2022 herrschten, nicht oder nur sehr schwer zu prognostizieren. Dies gilt insbesondere für Kriege und ausgeprägte Krisen.

Glück und Geschick – Warum sich Deutschlands Wirtschaft besser schlägt als erwartet

EXPERTEN-INTERVIEW

mit Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt der DZ BANK

Frage: Rezession ade?

Dr. Michael Holstein: Die Situation stellt sich heute doch ein ganzes Stück positiver oder weniger dramatisch dar, als wir noch im letzten Sommer und im Herbst dachten. Ich glaube, man kann sagen, Glück und Geschick haben dazu beigetragen, dass es heute besser aussieht. Glück insofern, als wir einen milden Winter erleben – die Temperaturen sind deutlich höher als im langjährigen Durchschnitt –, und das hilft ungemein. Denn jedes Grad mehr spart Heizkosten. Glück auch insofern, als die Energiepreise, insbesondere die Gas- und Strompreise, heute deutlich niedriger liegen, als wir das noch vor einigen Monaten dachten. Und Geschick zum einen deshalb, weil neben den Haushalten vor allem die Unternehmen deutlich Gas und Energie einsparen konnten. So lag der Gasverbrauch in der Industrie in den letzten Monaten ungefähr 20% niedriger als im letzten Jahr. Das hilft natürlich auch sehr. Und Geschick auch insofern, als die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Regierung – insbesondere Gas- und Strompreisbremse – sicherlich auch zur Beruhigung beigetragen haben.

Frage: Hat die Ampel-Regierung alles richtig gemacht oder Ruhe mit hohen Schulden erkauf?

Dr. Michael Holstein: Ich glaube, sie hat schon einiges richtig gemacht. Gerade die Gas- und Strompreisbremse und auch die Art und Weise, wie sie konstruiert sind, waren unter den gegebenen Bedingungen eine gute Lösung. Sie werden jetzt wohl auch nicht so teuer, wie man vorher dachte, weil eben die Preise an der Strom- und an der Gasbörse gesunken sind. Natürlich sind sie auch nicht optimal. Denn besser wäre es gewesen, wenn man gezielter hilft, wirklich nur den Bedürftigen, und nicht wieder das Gießkannen-Prinzip nutzen muss. Dazu sind wir in Deutschland ganz offensichtlich noch nicht in der Lage. Aber man sollte schleunigst versuchen, sich für den nächsten Fall vorzubereiten, wenn man solche Instrumente braucht – damit wir dann wirklich zielgerichteter helfen können.

Frage: Welche Gefahren lauern jetzt noch?

Dr. Michael Holstein: Sicherlich müssen wir einige Risiken und Gefahren im Auge behalten. Angesprochen natürlich der Krieg in der Ukraine. Wir wissen nicht, wie er weitergehen wird oder wie lange er noch dauern wird. Das bleibt ein großes Risiko. Aber es gibt noch andere globale wirtschaftliche Risiken. So haben wir in China nach der Abschaffung aller Corona-Beschränkungen eine schwierige Situation. Wir hoffen zwar, dass es sich schnell bessert, aber das ist schwer einschätzbar. Auch in den USA gibt es wirtschaftliche Risiken: in Form einer vermutlich bevorstehenden Rezession. Wir gehen zwar davon aus, dass es keine schwere Rezession sein wird, aber auch hier besteht sicherlich ein Risiko.

Frage: Was stimmt Sie für die nähere Zukunft optimistisch?

Dr. Michael Holstein: Ich glaube, optimistisch kann man auch deswegen sein, weil wir in den zurückliegenden Monaten gesehen haben, wie flexibel vor allem die Unternehmen in schweren Situationen unter Belastung reagieren können. Es wurden ja noch vor einigen Monaten Bilder wie die „industrielle Kernschmelze“ an die Wand gemalt. Und heute sehen wir: Das ist glücklicherweise bei Weitem nicht eingetreten, sondern die Industrie in Deutschland ist stabil und kann auch weiterhin den „Kern“ des deutschen Wirtschaftsmodells bilden.



Hochburg auf heiklem Grund Taiwans besondere Rolle in der Chipindustrie

Dirk Schlamp, Analyst

Taiwan ist zwar ein kleines Land, für die globalen Chipmärkte aber unverzichtbar. Denn die Inselrepublik ist mittlerweile zum weltgrößten Chiphersteller aufgestiegen und viele namhafte Unternehmen lassen ihre Halbleiter dort fertigen. Umso gravierender wären die Folgen einer Invasion Chinas.

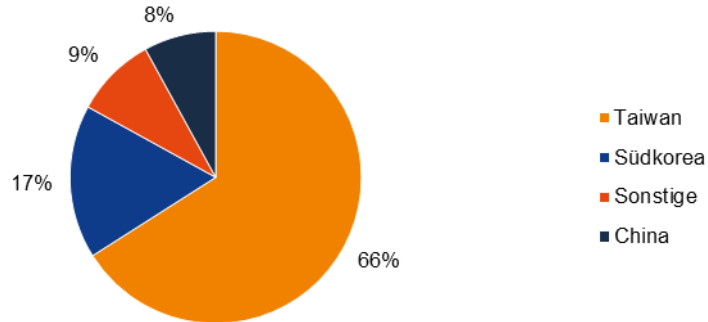
Als Morris Chang im Jahr 1987 die Firma Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) gründete, haben wohl die wenigsten damit gerechnet, dass das Geschäftsmodell der reinen Auftragsfertigung von Halbleitern und anderen elektronischen Komponenten („Foundry“) ein Erfolg werden würde. Noch Anfang der 1990er-Jahre zögerten viele der großen Chiphersteller, und T.J. Rodgers, Leiter von Cypress Semiconductor (2020 von Infineon übernommen), prägte sogar den Slogan „Real men have fabs“. Inzwischen sind die Skeptiker von damals eines Besseren belehrt worden: Das Geschäftsmodell der Foundry hat sich mit riesigem Erfolg durchgesetzt.

Eine ganz besondere Rolle

Ein wichtiger Gradmesser für den Triumph der Foundries ist sicherlich TSMC, mittlerweile der weltweit führende Auftragsfertiger für Halbleitertechnologien, einschließlich Ein-Chip-Systeme sowie integrierte Schaltungen. Viele namhafte Unternehmen, wie Apple, AMD, Qualcomm, NVIDIA oder Broadcom, lassen ihre Halbleiterchips oder andere elektronische Bauteile von TSMC produzieren. Allein im Geschäftsjahr 2022 steigerte das Unternehmen seinen Umsatz um 34% auf 76 Mrd. US-Dollar bei einer operativen Marge von fast 50%. Damit sind die Taiwaner – gemessen an der Bruttomarge – deutlich profitabler als viele andere Auftragsfertiger, wie Foxconn, und auch profitabler als viele ihrer Kunden, wie Apple. Getragen von den zahlreichen Erfolgen und den vielversprechenden Perspektiven ist TSMC – in Bezug auf die Marktkapitalisierung – nach NVIDIA und vor dem niederländischen Ausrüster ASML mittlerweile zum weltweit zweitgrößten Halbleiterkonzern avanciert.

Überhaupt ist Taiwan als Auftragsfertigungsstandort von immenser Bedeutung. Laut Angaben des US-Marktforschers TrendForce entfielen im Jahr 2022 rund 66% der weltweiten Erlöse aus der Chip-Auftragsproduktion auf die Inselrepublik. Mit TSMC und United Microelectronics Corporation (UMC) gehören dabei gleich zwei taiwanische Unternehmen zu den Top-3-Anbietern auf dem Markt.

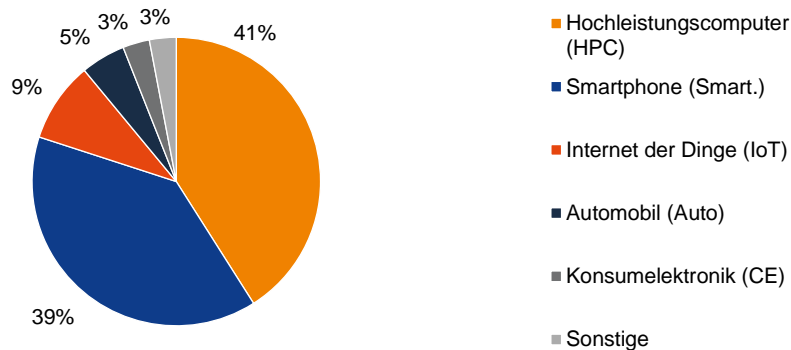
TAIWAN DOMINIERT DEN 130-MRD.-US-DOLLAR MARKT FÜR DIE CHIP-AUFTRAGSFERTIGUNG
ERLÖSE NACH REGIONEN



Quellen: TrendForce, DZ BANK

Die Chipindustrie und TSMC profitierten in den letzten Jahrzehnten vor allem von der steigenden Nachfrage nach Halbleitern und der zunehmenden Komplexität der Fertigung, weshalb die Bedeutung der Foundries stetig zugenommen hat. Insbesondere auch wirtschaftlich sehr erfolgreiche Unternehmen der Elektronik- und Digitalindustrie – wie Apple – haben ihre Chipfertigung ausgelagert und setzen stattdessen auf ein fabrikloses („fabless“) Geschäftsmodell. Diese Entwicklung hat sich zuletzt auch dadurch beschleunigt, dass die Herstellung von Chips aufgrund der stark gestiegenen Komplexität immer teurer wird und das Geschäft insgesamt sehr kapitalintensiv ist: Investitionen in eine neue Produktionsanlage können mittlerweile zweistellige Milliardenbeträge erreichen.

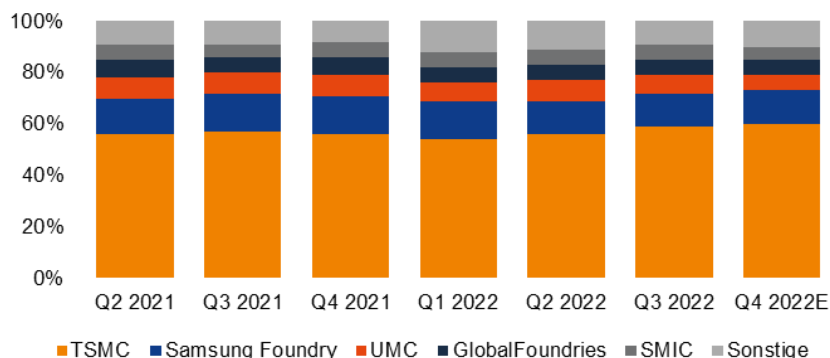
APPLE IST WICHTIGSTER KUNDE VON TSMC
UMSATZ NACH PLATTFORMEN IM JAHR 2022 (76 MRD. US-DOLLAR)



Quellen: TSMC, DZ BANK

Im Markt der Chip-Auftragsfertigung hält TSMC einen Umsatzanteil von über 50%, und bei den modernsten Chips mit Strukturbreiten von 7 Nanometern und kleiner liegt der Anteil gemäß Angaben des US-Analystenhauses Gartner noch deutlich höher – bei über 90%. Damit produziert kein Unternehmen weltweit mehr Chips als der taiwanische Pionier.

ENTWICKLUNG DER UMSATZANTEILE AM MARKT FÜR CHIP-AUFTRAGSFERTIGUNG TSMC HAT MARKANTEIL BIS 2022 DEUTLICH AUSGEBAUT



Quellen: Counterpoint, DZ BANK

Insofern kann TSMC eine systemrelevante Position zugeschrieben werden, zumal das Unternehmen auch die komplexesten und fortschrittlichsten Fertigungsprozesse beherrscht, auf denen beispielsweise die Prozessoren der neuesten Smartphones und Computer basieren. So fertigt TSMC exklusiv die A-Serie-Chips für das „iPhone“ und die M-Serie-Chips für die „Mac“-Computer. Aber auch bei den etablierten Prozessen, die beispielsweise für die Automobilindustrie von großer Bedeutung sind, spielt das Unternehmen eine wichtige Rolle. Unter anderem bezieht auch der größte deutsche Halbleiterkonzern, Infineon, Microcontroller von TSMC.

Chinas Chip-Ambitionen

Während Taiwan den Markt der Auftragsfertigung dominiert und über die fortschrittlichsten Fertigungstechnologien verfügt, spielt China noch eine untergeordnete Rolle, will perspektivisch aber deutlich aufholen. Wichtigster Hoffnungsträger und zugleich größter Halbleiterhersteller Chinas ist die Semiconductor Manufacturing International Corporation (SMIC), die in jüngster Zeit zwar technologisch Boden gutmachen konnte, aber noch zwei Entwicklungsstufen hinter den Taiwanern liegen dürfte.

Um die Position im Halbleiterbereich zu stärken, hat die chinesische Regierung umfangreiche Förderprogramme aufgelegt und plant in den kommenden Jahren milliardenschwere Investitionen in die Chipfertigung. Zuletzt wurde bekannt, dass China an einem Förderpaket von mehr als 1 Billion Yuan (Stand Februar 2023: etwa 150 Mrd. US-Dollar) arbeitet und dabei einen besonderen Fokus auf Künstliche Intelligenz (KI) legt: Zu einer nationalen Entwicklungspriorität erklärt, soll KI die Wettbewerbsfähigkeit festigen, die Wirtschaft modernisieren und das Militär stärken. Bis 2030 strebt China in diesem Bereich eine weltweite Führungsrolle an.

Um im Bereich der Spitzentechnologien Fuß zu fassen und die Abhängigkeit von anderen Ländern zu verringern, benötigt China Zugang zu den modernsten Halbleiterfertigungstechnologien und dem entsprechenden Know-how. Beides steht dem Reich der Mitte derzeit nicht zur Verfügung, und insbesondere die USA haben Maßnahmen ergriffen, um die weitere Entwicklung und Modernisierung der chinesischen Halbleiterindustrie zu erschweren. Hierzu umfasst das Maßnahmenpaket der US-Regierung weitreichende Restriktionen wie Exportbeschränkungen für hochmoderne Halbleiterproduktionsanlagen oder das Verbot für US-Bürger, sich an der Produktion und Entwicklung chinesischer Halbleiter zu beteiligen. China und die USA stehen in intensivem Wettbewerb, und dabei geht es insbesondere auch um die technologische Vorherrschaft im digitalen Zeitalter. Das zeigt sich auch daran, dass China von den USA als „hochgradig langfristiger strategischer Wettbewerber“ eingestuft und SMIC Ende 2020 vom US-Handelsministerium auf eine Restriktionsliste gesetzt wurde. Auf dieser sogenannten „Entity List“ finden sich solche Unternehmen, die die US-Regierung als Risiko für die nationale Sicherheit erachtet.

Abhängigkeit reduzieren

Dass die globalen Lieferketten auf die taiwanischen Halbleiterprodukte angewiesen sind, sehen zahlreiche Regierungen und Unternehmen mittlerweile als Problem. Um diese Technologieabhängigkeit mittel- bis langfristig zu reduzieren, wurden bereits verschiedene Maßnahmen ergriffen. Wichtige Initiativen sind dabei die Diversifizierung der Lieferanten und der Aufbau von Produktionskapazitäten außerhalb Taiwans. So hat auch TSMC angekündigt, rund 20% seiner Produktionskapazitäten im Ausland errichten zu wollen. Unter anderem ist der Bau einer neuen Fabrik in den USA für rund 40 Mrd. US-Dollar geplant. Erwogen werden darüber hinaus die Errichtung einer zweiten Halbleiterfabrik in Japan sowie die Expansion in Europa. Ein weiterer wichtiger Ansatz zur Reduzierung beziehungsweise Diversifizierung des Klumpenrisikos ist die Förderung der heimischen Halbleiterproduktion und der lokalen Hersteller, wie sie zum Beispiel die EU mit dem European Chips Act anstrebt.

Die Welt hängt am Chip

Mit Blick auf die angespannten Lieferketten ist eine geografische Diversifizierung sicherlich zu begrüßen. Ob das Vorhaben auch für Taiwan selbst ein Vorteil ist – angesichts Pekings „Wiedervereinigungsambitionen“, darf man zumindest hinterfragen. Ein militärischer Konflikt zwischen China und Taiwan hätte ohne Zweifel schwerwiegende Auswirkungen auf alle möglichen Branchen. Und mit den USA und China stehen sich zwei der größten Wirtschafts- und militärischen Supermächte im Kampf um die globale Vorherrschaft gegenüber; käme es hier zu einer militärischen Auseinandersetzung, wären die Folgen für die Weltwirtschaft und die globale Sicherheit ungleich gravierender. Da aber auch für China viel auf dem Spiel steht, bleibt zu hoffen, dass der „Silicon Shield“ hält, damit das Schreckgespenst eines Kriegs um Taiwan ausbleibt.



Mischpult Musterportfolio

Christoph Müller & 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: Christoph Müller, Analyst, 28. Februar 2023

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

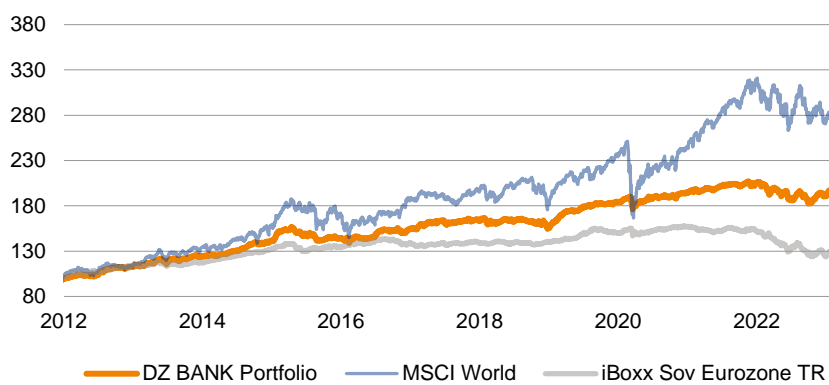
Vor allem die europäischen Aktienmärkte haben ihren Schwung aus dem Herbst 2022 in das Jahr 2023 mitgenommen: Der Euro Stoxx 50 ist seit Jahresbeginn 2023 aktuell um 12,4% im Plus und stiehlt dem MSCI World mit 5,6% derzeit die Show. Offenbar spiegelt sich vor allem in dem europäischen Aktienindex ein ausgeprägter Konjunkturoptimismus wider. Zum Vergleich hierzu fristet der Index für die EWU-Staatsanleihen, der iBoxx Sovereign Eurozone, mit einem Total Return von 0,7% eher ein Schattendasein. Führt man sich aber vor Augen, dass die Anleihemärkte im Jahr 2022 aufgrund der im Euroraum stark gestiegenen Inflation und dem damit verbundenen restriktiveren geldpolitischen Kurs der EZB starke Kursverluste verzeichneten, können Anleiheinvestoren nun zumindest durchatmen.

Angesichts des in den USA weit vorangeschrittenen Zinserhöhungszyklus und der mittelfristig zu erwartenden niedrigeren US-Inflationsraten sind wir für die US-Staatsanleihemärkte positiv gestimmt. In Anbetracht dessen haben wir am 20. Januar 2023 eine 10%ige Position in US-Staatsanleihen mit einer Endfälligkeit von ein bis drei Jahren aufgebaut. Die Performance ist bis Ende Februar mit 0,8% allerdings leicht negativ. Während der aufwertende Dollar positiv wirkte, belasteten die noch weiter gestiegenen Renditen der kurzlaufenden US-Staatsanleihen. Zwar stellt die künftige Dollar-Entwicklung für den im Euroraum ansässigen Investor einen Risikofaktor dar, der Anleger sollte aber von den im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen höheren US-Renditen und der für Anfang 2024 zu erwartenden US-Leitzinssenkung profitieren.

Perspektivisch dürfte in diesem Jahr ein globaler Aufschwung einsetzen, der auch die Emerging Markets (EM) mit einbeziehen sollte. Dieser Aufschwung geht einher mit tendenziell sinkenden weltweiten Inflationsraten. Nicht nur in den Industrieländern, sondern auch in Schwellenländern wie in Mexiko oder auch in Südafrika zeichnet sich bereits ein Ende der teilweise sehr dynamischen Zinserhöhungszyklen ab. Wird der Zinispfel in den EM-Ländern erreicht, sollte sich die Lage am dortigen Rentenmarkt entspannen. Positiv stimmt ferner, dass aufgrund des im Vergleich zu den USA deutlich höheren Leitzinsniveaus diese Länder weiterhin von internationalen Portfoliozuflüssen profitieren und somit eine zum US-Dollar weitgehend stabile Währung aufweisen dürften. Eine stabile nationale Devisen und langfristig tendenziell wieder sinkende internationale beziehungsweise US-Anleiherenditen erleichtern den EM-Ländern die Bedienung ihrer Auslandsverschuldung. Dies wiederum sollte mit einer tendenziell eher abnehmenden Risikoprämie für das Segment der EM-Anleihen einhergehen. Vor diesem Hintergrund haben wir am 20. Januar in einen in Euro denominierten, global stark diversifizierten Index für Staatsanleihen von Emerging Markets investiert (Portfoliogewicht: 10%).

Durch das Eingehen dieser beiden Positionen erhöht sich in unserem virtuellen assetübergreifenden Musterportfolio der Anteil von Anleihen auf nunmehr 43%. Da wir dem offensiveren Aktiensegment mittel- bis langfristig weiteres Aufwärtspotenzial zugestehen, reduzieren wir den Anteil der Liquidität innerhalb des Portfolios von bislang knapp 35% auf etwa 15%. Sollten sich die Rahmenbedingungen weiter aufhellen, können wir uns zudem vorstellen, diese Position in unserem Musterportfolio weiter zurückzufahren, das seit Jahresbeginn 2023 eine Performance von 3,8% aufweist.

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGGUNG



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 8. März 2023

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

Die fundamentale Aktienanalyse versucht den fairen Wert* von börsennotierten Unternehmen beziehungsweise deren Aktien zu ermitteln und dabei gegebenenfalls Über- oder Unterbewertung zu identifizieren. Sie basiert auf betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld des Unternehmens. In die Analyse einbezogen werden daher neben dem betreffenden börsennotierten Unternehmen insbesondere das makro-ökonomische 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 7. März 2023 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

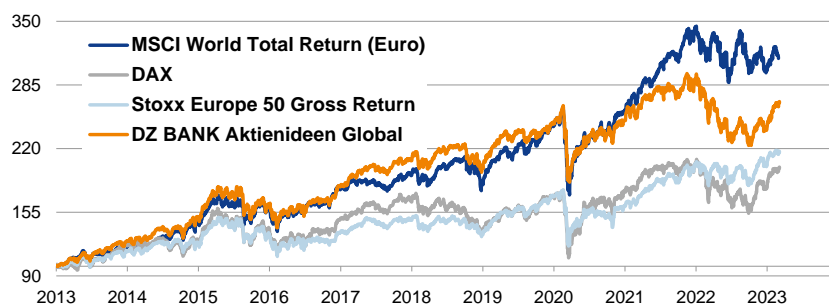
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Brenntag	05.01.2023	63	64,48	71,62	+11,1%
E.ON	15.02.2023	443	10,04	10,26	+2,2%
K+S	30.12.2022	217	18,38	21,61	+17,6%
Mercedes-Benz Group	20.02.2023	59	74,87	75,34	+0,6%
Munich Re	30.12.2022	13	304,00	331,00	+8,9%
Talanx	30.12.2022	90	44,32	44,80	+1,1%
Volkswagen VZA	30.12.2022	34	116,42	138,80	+19,2%
Capgemini	30.12.2022	26	155,95	179,30	+15,0%
CRH	07.03.2023	91	48,63	48,63	+0,0%
Eli Lilly	30.12.2022	12	342,00	293,70	-13,8% (inkl. Dividende)
ENGIE	23.01.2023	334	12,61	14,07	+11,5%
ExxonMobil	30.12.2022	39	101,64	106,10	+5,2% (inkl. Dividende)
Honeywell International	30.12.2022	20	200,10	185,72	-6,7% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2022	18	223,45	241,10	+8,2% (inkl. Dividende)
Mondelez International	30.12.2022	64	62,66	61,20	-2,3%
Orange	30.12.2022	430	9,28	10,79	+16,3%
Raytheon Technologies	30.12.2022	43	93,60	94,00	+1,0% (inkl. Dividende)
Regeneron Pharm.	30.12.2022	6	669,00	728,70	+8,9%
Safran	30.12.2022	34	116,92	135,78	+16,1%
Schneider Electric	30.12.2022	31	130,72	154,58	+18,3%
Shell	30.12.2022	151	26,48	29,12	+11,0% (inkl. Dividende)
Société Générale	24.01.2023	168	25,10	27,14	+8,1%
Vinci	15.02.2023	40	109,22	108,36	-0,8%

Stand: 7. März 2023

Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 7. März 2023 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 11,7% erzielt und damit genauso abgeschnitten wie der DAX (11,7%), aber besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (7,2%) und der MSCI World Total Return in Euro (5,9%). 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.

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quellen: Refinitiv, DZ BANK



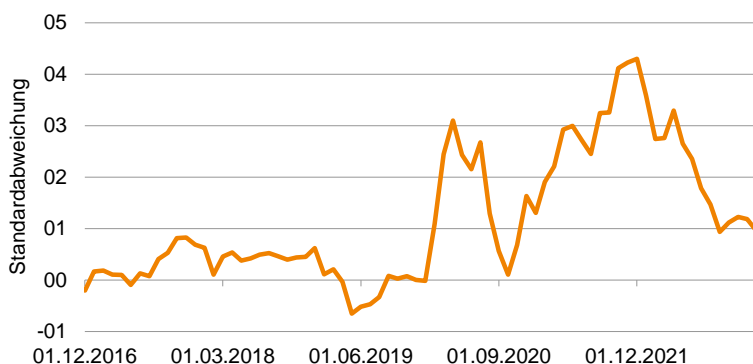
Transparenter! Neue Richtlinien sollen Lieferketten stärken

Thorsten Reigber, Analyst

Internationale Lieferketten widerstandsfähiger und nachhaltiger zu gestalten, ist elementar, sind sie doch für Unternehmen ein wichtiger Erfolgs- und Wettbewerbsfaktor. Druck kommt dabei nicht nur von den Verbrauchern, sondern auch von regulatorischer Seite – in Form des deutschen Lieferkettensorgfaltspflichtengesetzes (LkSG). Um dieses umzusetzen, haben Unternehmen noch eine Menge zu tun.

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie und geopolitische Unsicherheiten wie der Krieg in der Ukraine haben zu massiven Störungen der globalen Lieferketten geführt. Auch wenn sich die Situation inzwischen etwas entspannt hat, stellen sie die Unternehmen immer noch vor große Herausforderungen, wobei die Probleme vielfältig sein können: Mal fällt ein chinesischer Lieferant aufgrund eines hohen Krankheitsstands aus, mal steckt ein Containerschiff fest oder die Transport- beziehungsweise Rohstoffkosten steigen deutlich an. Lieferketten werden daher mehr denn je zum entscheidenden unternehmerischen Erfolgsfaktor. So zählten laut einer Umfrage der Unternehmensberatung The Boston Consulting Group (BCG) unter 1.500 befragten Produktionsverantwortlichen 44% die globalen Lieferketten-Risiken zu den aktuell größten Herausforderungen.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK LIEFERKETTEN-BELASTUNGS-INDEX



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Der Rahmen wird enger gesteckt

Der Druck, Lieferketten nachhaltiger und transparenter zu gestalten, kommt zunehmend auch vonseiten der Verbraucher, die sich immer häufiger fragen: Woher kommt mein Gemüse, werden alle Beteiligten fair entlohnt und wie viel CO₂ verursache ich durch den Konsum? Solche Fragen stellen sich allerdings nicht mehr nur bei Lebensmitteln, sondern zunehmend auch hinsichtlich anderer Güter, insbesondere solchen aus endverbrauchsnahe Industrien wie Kleidung.

Des Weiteren sind die gesetzlichen Anforderungen in Bezug auf mehr Transparenz und Nachhaltigkeit in den Lieferketten gestiegen. So nimmt der deutsche Gesetzgeber mit dem Lieferkettensorgfaltspflichten-Gesetz (LkSG) die Unternehmen in puncto nachhaltige Lieferketten nun stärker in die Pflicht. Das Gesetz – noch von der schwarz-roten Koalition kurz vor dem Ende ihrer Legislaturperiode verabschiedet – gilt seit dem 1. Januar 2023 für Unternehmen mit mehr als 3.000 Beschäftigten; ab 1. Januar 2024 sinkt die Schwelle dann auf 1.000 Beschäftigte. Es verpflichtet die Unternehmen ganz allgemein, gegen Menschenrechtsverletzungen und Umweltverstöße bei ihren Zulieferern vorzugehen. Dabei werden den Unternehmen im Umgang mit ihren Zulieferern Sorgfaltspflichten auferlegt, zu deren Erfüllung sie mittels geeigneter Compliance-Instrumente angemessene und wirksame Maßnahmen ergreifen müssen. Bei Missachtung drohen teils empfindliche Bußgelder in Höhe von bis zu 2% des jährlichen Umsatzes. Da das Gesetz von verschiedenen Wirtschaftsverbänden zum Teil massiv kritisiert wurde, hat das zuständige Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) Ende Januar die Berichtspflichten verschoben und wird nun erst zum Stichtag 1. Juni 2024 das Vorliegen der Berichte sowie deren Veröffentlichungen prüfen. Die Sorgfaltspflichten gelten aber bereits jetzt uneingeschränkt. Hierzu zählen unter anderem die Verankerung von Präventionsmaßnahmen, das Ergreifen von Abhilfemaßnahmen sowie die Dokumentation und Berichterstattung über das Lieferkettenmanagement.

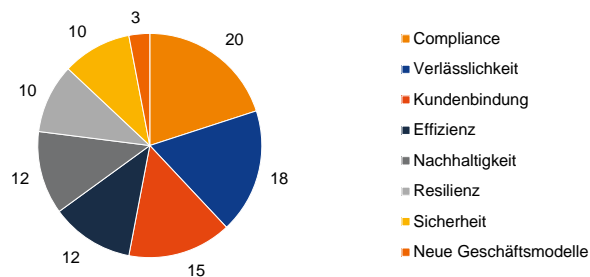
Auch auf EU-Ebene werden die Unternehmen bezüglich Transparenz und Nachhaltigkeit der Lieferketten zukünftig stärker gefordert sein. Dabei gehen die von der EU-Kommission in einem ersten Gesetzesvorschlag vorgestellten Sorgfaltspflichten der Unternehmen in fast allen Bereichen deutlich über das deutsche Lieferkettengesetz hinaus. Beispielsweise sollen Unternehmen nicht nur die direkten Zulieferer überwachen, sondern die gesamte Wertschöpfungskette. Angewandt werden sollen die europäischen Richtlinien auf Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten und einem weltweiten Nettoumsatz von über 150 Mio. Euro. In besonders risikoreichen Branchen – Textilbranche, Landwirtschaft und Rohstoffabbau – will Brüssel die Kontrolle auf Unternehmen ab 250 Beschäftigten ausdehnen. Mit Inkrafttreten des EU-Gesetzes ist frühestens ab 2027 zu rechnen.

Verlässliche Daten sind das A und O

Um resiliente und nachhaltige Lieferketten aufbauen zu können, benötigen die Unternehmen zuverlässige Daten. Allerdings ist die Datenlage entlang der Lieferketten oftmals noch mangelhaft. Und das, obwohl sie einen großen Anteil an der gesamten Wertschöpfungskette eines Unternehmens ausmacht und so beispielsweise für bis zu 80% der CO₂-Emissionen eines Unternehmens verantwortlich ist. Nur durch eine vollständige Digitalisierung der Lieferkette kann die Transparenz und damit deren Resilienz und Nachhaltigkeit deutlich gesteigert werden. Dies ermöglicht es, die Lieferkette gegen externe Angebots- oder Nachfrageschocks widerstandsfähiger zu machen. Potenzielle Bedrohungen können besser vorhergesehen werden, und das Unternehmen kann sich schneller auf Störungen einstellen und entsprechend reagieren. Dies ist insbesondere in Krisenzeiten relevant und daher ein wichtiges und äußerst aktuelles Thema. So stellen zum Beispiel Preisverwerfungen an den Rohstoffmärkten im Zuge des Ukraine-Kriegs die Unternehmen vor große Herausforderungen. Letztendlich können die Vorteile einer höheren Resilienz der Lieferkette auch zu höherem Wachstum und besserer Profitabilität im Vergleich zu Wettbewerbern führen und zudem neue Geschäftsmodelle eröffnen. Die Digitalisierung der Lieferkette steht daher auch bei vielen Unternehmen ganz oben auf der Agenda. So ergab eine von The Boston Consulting Group unter 459 Unternehmen unterschiedlichster Branchen durchgeführte Befragung, dass die Digitalisierung der Lieferkette eine Top-3-Priorität in Bezug auf Nachhaltigkeit darstellt.

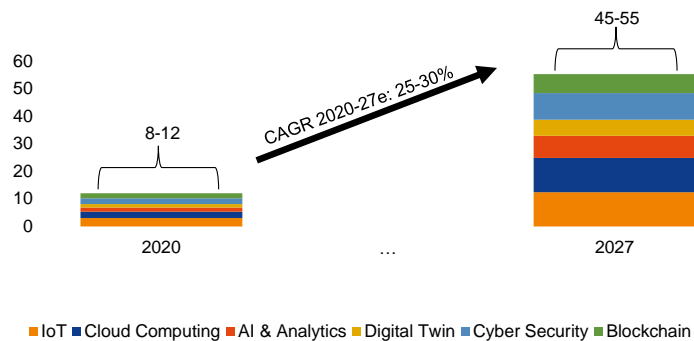
WAS IST DAS WICHTIGSTE ERGEBNIS, DAS IHR UNTERNEHMEN SICH VON DER RÜCKVERFOLGBARKEIT IN DER LIEFERKETTE ERWARTET?

UMFRAGEERGEBNISSE IN PROZENT



Quellen: World Economic Forum: Digital Traceability: A Framework for More Sustainable and Resilient Value Chains, Whitepaper September 2021, DZ BANK

Die Basis für die Digitalisierung und somit digitale Rückverfolgbarkeit der gesamten Liefer- beziehungsweise Wertschöpfungskette schaffen Technologien wie das Internet der Dinge (IoT), Cloud-Computing und Digitaler Zwilling (Digital Twin). Zusammen bilden sie den sogenannten Green-Tech-Markt, für den attraktive Wachstumsraten prognostiziert werden. Laut The Boston Consulting Group (BCG) hat sich das Marktvolumen des Green-Tech-Markts seit 2015 bis 2020 auf 10 Mrd. US-Dollar verdoppelt und soll sich bis 2027 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (CAGR) von etwa 26% auf 50 Mrd. US-Dollar verfünffachen.

GLOBALER GREEN-TECH-MARKT MIT ENORMEM WACHSTUMSPOTENZIAL**MARKTVOLUMEN NACH TECHNOLOGIE IN MRD. US-DOLLAR**

Quellen: BCG 2022 The Next „Digital“: Unlocking \$50 Billion Green Tech Opportunity, DZ BANK

Die stärksten Wachstumstreiber, die 2027 die höchsten Anteile am Marktvolumen ausmachen werden, sind Anwendungen des Internets der Dinge (IoT) und Cloud-Computing. Mit IoT-basierten Sensoren können Daten erfasst werden, die über die Cloud in eine Plattform hochgeladen und aufbereitet werden. Das Internet der Dinge ermöglicht vielfältige Anwendungsmöglichkeiten in kritischen Nachhaltigkeitsbereichen wie grünen Gebäuden, der Leckage-Erkennung bei Wasser und Chemikalien oder der Ermittlung des CO₂-Fußabdruckes entlang der Lieferbeziehungsweise Wertschöpfungskette.

Zur Erhöhung der Resilienz ihrer Lieferketten können Unternehmen auf die digitalen Lösungen diverser etablierter Anbieter aus dem Industrie- und Software-Bereich zurückgreifen. Als Anbieter aus dem Industrie-Segment sind unter anderem Siemens und Schneider Electric zu nennen, aus dem Bereich Software sind es SAP und IBM. Aber auch Tech-Giganten wie Microsoft, Google Cloud und Amazon (Web Services) drängen aktuell auf den Markt und könnten sich mit ihren Lösungen zu ernsthaften Konkurrenten entwickeln.

Für alle ein Gewinn

Es ist sicherlich nicht von der Hand zu weisen, dass die neuen Richtlinien für Unternehmen zunächst einen erheblichen zeitlichen und finanziellen Mehraufwand bedeuten. Denn es müssen nicht nur technische Prozesse etabliert, sondern auch Mitarbeiter entsprechend geschult werden. Sobald sich die Abläufe eingespielt haben, werden die Unternehmen nicht nur weniger Kosten haben, sondern höchstwahrscheinlich auch über stabilere Lieferketten verfügen. Denn ein Lieferkettenmanagement, das Menschenrechte, Umweltstandards und soziale Risiken im Blick hat, schafft Transparenz und macht Lieferketten widerstandsfähiger. Und das kommt letztlich allen Beteiligten zugute.



Es bleibt verflochten

Europas Versuch, die Energieversorgung krisensicherer zu machen

Stephan Sporkmann, Senior Credit Analyst

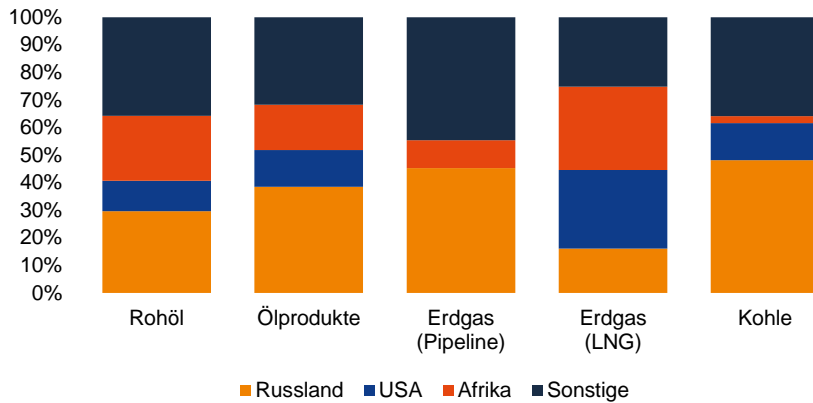
Das Jahr 2022 hat die Verwundbarkeit der europäischen Energieversorgung offengelegt. Eine stärkere Diversifikation der Gasbeschaffung sowie eine raschere Abkehr von den fossilen Energieträgern sollen nun die Versorgungssicherheit erhöhen. Indes drohen neue Abhängigkeiten bei kritischen Rohstoffen wie Seltenen Erden oder Kobalt.

Stolze 40% des europäischen Gasbedarfs wurden 2020 mit Lieferungen seitens einer einzigen Exportnation gedeckt – der russischen Föderation. In der Finanzwelt wäre vermutlich von einem besorgniserregenden „Klumpenrisiko“ die Rede gewesen. Der ökonomische Vorteil des günstigen Pipeline-Erdgases ließ das Diversifikationsrisiko jedoch in den Hintergrund treten. Überdies sprach das Prinzip der gegenseitigen Abhängigkeit gegen ein unilaterales Aufkündigen der Gasbelieferungsverflechtungen, hängt doch der russische Finanzhaushalt nicht unwesentlich am Tropf fossiler Rohstoffexporte. Überdies flankierte die deutsche wie europäische Politik den intensiven Rohstoffhandel mit der These „Wandel durch Handel“. Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine stellte folgerichtig eine Zäsur dieser Mantras dar und holte die geopolitische Bedeutung der Rohstoffbeschaffung in das Bewusstsein von Politik, Industrie und Gesellschaft zurück.

Haus- und Hoflieferant Russland

Intensive Handelsverflechtungen bestanden auch mit Blick auf andere fossile Energieträger. So bezog Europa 2021 rund 30% aller Rohöleinfuhren, 38% aller Kraftstoffimporte und 48% der Kohlezukäufe aus Russland. Dass dennoch hauptsächlich über eine drohende Gasmangellage und weniger über Diesel- oder Kohleengpässe berichtet wurde, hat einen guten Grund: Die Handelsströme von Rohöl, Erdölderivaten sowie Schüttgütern wie Kohle sind vergleichsweise leicht umlenkbar. So verzichteten viele europäische Rohölimporteure bereits im Laufe von 2022 – vor Beginn des Ölembargos im Dezember – freiwillig auf die russischen Barrel. Das sogenannte Urals-Öl fand in Indien neue Abnehmer und die ursprünglich für den südasiatischen Staat gedachten Barrel „flossen“ dem europäischen Markt zu.

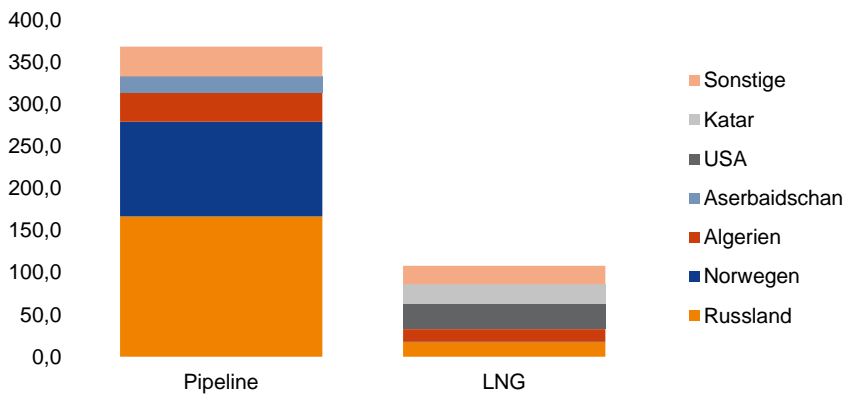
EUROPÄISCHE IMPORTE VERSCHIEDENER ENERGIETRÄGER NACH HERKUNFTSREGION



Quellen: bp Statistical Review of World Energy June 2022, DZ BANK

Weitaus unflexibler sind die europäischen Gasmärkte. Denn der grenzübergreifende Erdgashandel basierte viele Jahrzehnte lang auf starren Pipeline-Konstruktionen, die den Kontinent mit einigen wenigen gasreichen Nachbarländern verbanden. Von den rund 370 Mrd. Kubikmetern (bcm) Gas, die 2021 durch Fernleitungen nach Europa strömten, entfielen 85% auf nur drei Förderländer (Russland: 45%, Norwegen: 31%, Algerien: 9%). Selbst unter Berücksichtigung der zum Beispiel von Portugal, Spanien und Frankreich 2021 importierten 108 bcm Flüssiggas lag der Marktanteil der drei vorgenannten Haus- und Hoflieferanten bei immer noch hohen 73%. Überdies gilt es, länderspezifische Unterschiede zu berücksichtigen: So bewegte sich die Abhängigkeit von den gasförmigen Molekülen aus Russland in einigen osteuropäischen Ländern wie der Slowakei (86% aller Gasimporte) und Ungarn (78%) auf sehr hohen Niveaus, wohingegen Länder wie Großbritannien (0%), Belgien (3%) und Frankreich (8%) gut diversifizierte Beschaffungsstrukturen aufwiesen. Die deutsche Volkswirtschaft rangierte mit einer Bezugsquote von 54% im oberen Mittelfeld der EU-Staaten.

EUROPÄISCHE GASIMPORTE NACH HERKUNFTSLÄNDERN
 ERDGASEINFUHREN 2021 IN MRD. KUBIKMETERN (BCM)

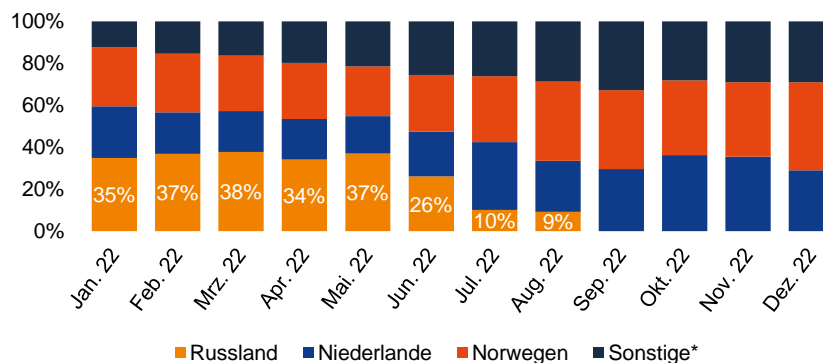


Quellen: bp Statistical Review of World Energy June 2022, DZ BANK

Leere Pipelines

Die Abkehr von russischen Energieträgern erfolgte 2022 dann rascher als anfangs erwartet. Lag der Anteil der Russeinfuhren im Mai noch bei rund einem Drittel aller Importe, waren wenige Monate später die Gasflüsse durch die Nord-Stream-Leitung gänzlich zum Erliegen gekommen – nachdem Gazprom die Lieferungen über Polen und die Ukraine zuvor gedrosselt und teils eingestellt hatte. Und bereits im September 2022 war das bis dato Unvorstellbare zur Realität geworden: die vollständige Loslösung von russischem Erdgas.

HERKUNFT DES IN DEUTSCHLAND VERBRAUCHTEN ERDGASES



Quellen: ENTSOG, FNB, BDEW, DZ BANK; *Sonstige Länder und inländische Förderung

Dass eine allseits befürchtete Gasmangellage verhindert werden konnte, ist gleich mehreren Faktoren geschuldet. Angebotsseitig nutzten die europäischen Energiekonzerne die bestehenden LNG-Importkapazitäten – im Fachjargon Wiederverdampfungsanlagen – bis zu diesem Zeitpunkt nur hälftig aus, sodass die Importfrequenz schlagartig erhöht werden konnte. Zudem gelang es, trotz des auf globaler Ebene unveränderten Flüssiggasangebots zusätzliche LNG-Cargos nach Europa zu locken. Dabei kam den neuen Käufern zupass, dass China aufgrund der harten Zero-Covid-Politik deutlich weniger Gas als im Vorjahr verbrauchte und bereits kontraktierte LNG-Cargos dem Weltmarkt zur Verfügung stellte. Nachfrageseitig stützte der außergewöhnlich warme Winter, der signifikante Gasverbrauchsreduktionen nach sich zog.

Obgleich die zuletzt sichtbar gesunkenen Preise dies nahelegen, ist die kurz- und mittelfristige Gasversorgung Europas alles andere als sichergestellt. So fallen in der ersten Hälfte 2023 die Importe aus Russland weg, die im Vorjahr noch weitgehend flossen. Die russische „Gaslücke“ wird also nochmals größer. Nicht zu vergessen, dass das globale Flüssiggasangebot nur moderat wächst und die Nachfrage der chinesischen Volkswirtschaft voraussichtlich wieder steigt. Mittelfristig sollten außerdem die sogenannten Gas-to-Coal-Switches – also die Ersetzung von Gas- mit Kohlekraftwerken – umgekehrt werden, um dem Anstieg der klimaschädlichen CO₂-Emissionen Einhalt zu gebieten. Es werden also zusätzliche Angebots- und Nachfrageanpassungen zu ergreifen sein, bevor sich in einigen Jahren ein neues Marktgleichgewicht einstellen kann.

„Goodbye Russia, Hello Qatar“

Auf der Beschaffungsseite gilt es, russische Moleküle rasch durch Lieferungen anderer, möglichst politisch stabiler Länder zu ersetzen. Dies geschieht bereits. Norwegen hat die Förder- und Exportpläne optimiert, Wiederverdampfungsanlagen werden (auch in Deutschland) errichtet, das italienische Förderunternehmen Eni hat mit einer Reihe afrikanischer Nationen (Algerien, Ägypten, DR Kongo) Vereinbarungen über zusätzliche Lieferungen geschlossen und die großen globalen Ölkonzerne wie ExxonMobil, ConocoPhillips, Eni, Shell und TotalEnergies beteiligen sich an milliardenschweren Verflüssigungsprojekten in Katar. Überdies werden in den USA in der laufenden Dekade zahlreiche LNG-Terminals an den Markt kommen. Doch dieser Wandel birgt auch das Risiko neuer Abhängigkeiten. So dürfte der europäische Marktanteil der LNG-Supermächte Katar und USA deutlich steigen. Mit Blick auf aufstrebende LNG-Exporteure wie Mosambik, Mauretanien, Senegal und Indonesien bestehen zwar Alternativen, geopolitische Unwägbarkeiten sind hier aber nicht von der Hand zu weisen. Unter dem Strich

sollte die europäische Gasbeschaffung dennoch auf einer sichtbar breiteren Basis fußen als noch vor wenigen Monaten. Selbst potenzielle Ausfälle einzelner Exportnationen dürften leichter aufgefangen werden können, da die globalen LNG-Ströme leichter umlenkbar sind.

Wind und Sonne vor Ort nutzen

Jenseits dieser alternativen Belieferungsrouten ist – aus gleich zwei Gründen – eine schnellere Abkehr vom Erdgas hin zu emissionsfreien Energien wünschenswert. Zum einen würde eine Reduzierung des Gasbedarfs den Gasmarkt entlasten. Zum anderen können die Abhängigkeiten von geopolitisch bedenklichen Rohstoffexportnationen wie Russland und Katar gesenkt werden. Letzterer Aspekt veranlasste Bundesfinanzminister Lindner beispielsweise dazu, die erneuerbaren Energien als „Freiheitsenergien“ zu titulieren.

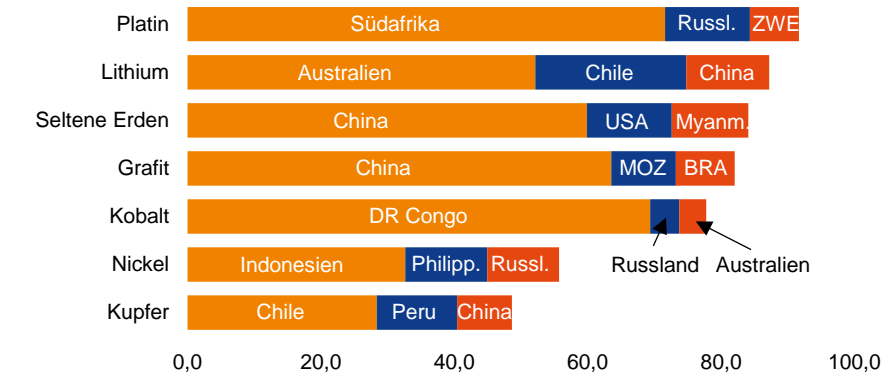
Dass eine Beschleunigung der Energiewende nicht nur erstrebenswert, sondern auch zeitnah umsetzbar ist, zeigt das Beispiel des Inflation Reduction Act (IRA) der USA. Das 2022 verabschiedete Gesetz sieht Ausgaben in Höhe von 390 Mrd. US-Dollar für Energiewende-Investitionen vor und dürfte den Ausbau erneuerbarer Energien sowie den Einbau emissionsarmer Wärmepumpen (anstelle von Gasheizungen) auf die Überholspur befördern. Das gesamte Maßnahmenbündel könnte – so rechnete die Internationale Energieagentur IEA vor – zu einer Reduzierung des für 2030 prognostizierten Gasbedarfs der USA um 40 Mrd. Kubikmeter führen. Eine adäquate europäische Antwort auf den IRA nimmt allmählich Form an. So hat die Europäische Kommission jüngst einen „Net Zero Industry Act“ vorgeschlagen, der konkrete Produktionsziele für Klimaschutztechnologien festlegt.

„Freiheitsenergien“ bergen neue Abhängigkeiten

Zahlreiche Volkswirtschaften Europas decken bereits einen Gutteil ihrer Strombedarfe mit erneuerbaren Energien, insbesondere mit Wasser-, Sonnen- sowie Windkraft, und erreichen damit höhere Selbstversorgungsgrade als im Falle einer reinen, importabhängigen Gas- oder Kohleverstromung. In Deutschland lag der Anteil der Erneuerbaren am Erzeugungsmix 2022 bei rund 45%. Somit ist der Ausbau der „Renewables“ nicht nur ein Instrument des Klimaschutzes, sondern überdies aus Sicht der Energiesicherheit sowie geopolitisch zu begrüßen. Dies gilt umso mehr, als die Stromerzeugung mit der fortschreitenden Elektrifizierung der Beheizung (Wärmepumpe), der Mobilität (Elektrofahrzeuge) sowie der Wasserstoffproduktion (Elektrolyse) signifikant an Bedeutung gewinnen wird.

Gänzlich ohne globale Verflechtungen geht es aber auch bei den erneuerbaren Energien nicht. Denn die für den Bau der Wind- und Solarparks sowie Stromspeicher notwendigen Rohstoffe wie Nickel, Kupfer, Kobalt oder Seltene Erden lagern überwiegend in den Böden nichteuropäischer Staaten. So kontrolliert China weite Teile der Wertschöpfungsketten für Seltene Erden, Kobalt stammt überwiegend aus der nicht unproblematischen Demokratischen Republik Kongo und der Lithiummarkt wird von Australien und Chile dominiert. Es besteht also die Gefahr, dass neue Abhängigkeiten entstehen, die eine rasche Energiewende erschweren oder zumindest verteuern könnten.

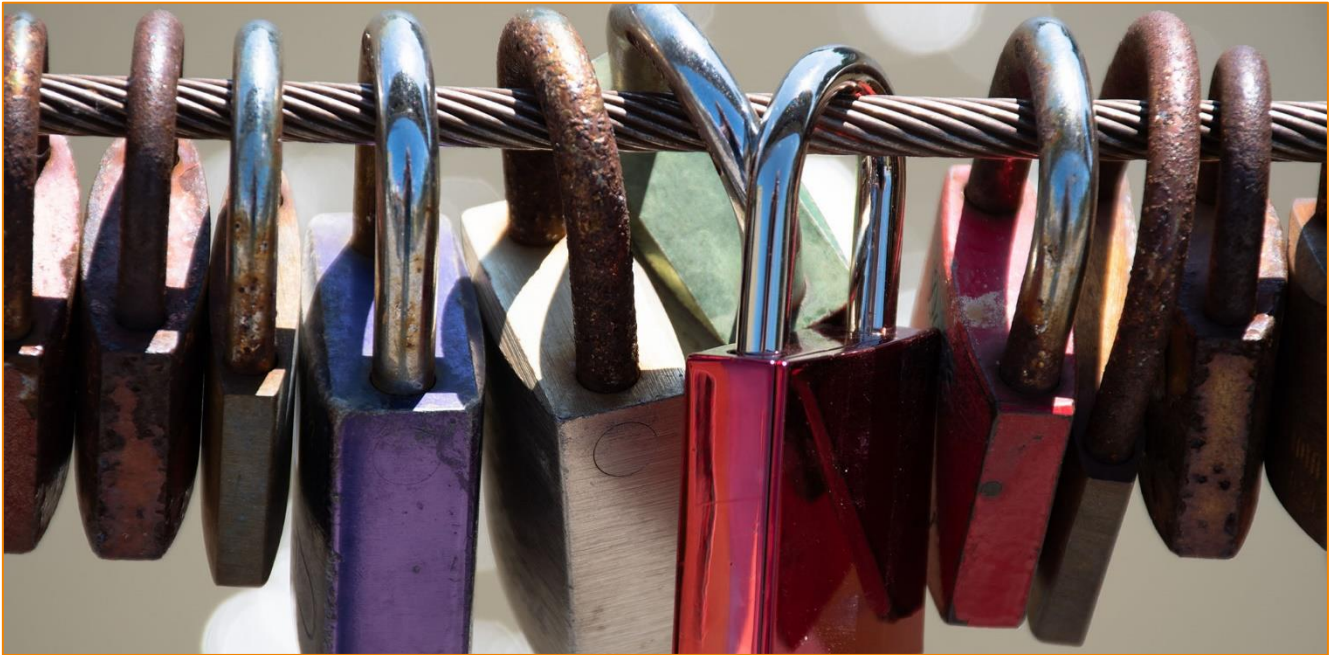
ABBAU KRITISCHER ROHSTOFFE GEOGRAFISCH STARK KONZENTRIERT
MARKTANTEIL DER JEWEILIGEN TOP-3-ABBAULÄNDER 2019 IN PROZENT



Quellen: IEA (2021): "The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions", DZ BANK
 ZWE: Simbabwe, MOZ: Mosambik, BRA: Brasilien

Jetzt heißt es „Dranbleiben“

Bislang hat Europa den Wegfall russischen Erdgases gut kompensieren können. Eine wieder anziehende wirtschaftliche Aktivität sowohl in Europa als auch in China könnte die Jagd nach den gasförmigen Molekülen aber erneut in Gang setzen. Weitere strukturelle Marktanpassungen sind daher wahrscheinlich. Zum einen dürften die europäischen Versorger ihre Beschaffungsportfolios stärker diversifizieren und dabei vor allem auf flexible LNG-Lieferungen setzen. Zum anderen könnte eine beschleunigte Energiewende nicht nur zur Entspannung der Gasmärkte beitragen, sondern auch die bilateralen Abhängigkeiten von Ländern wie Russland und Katar reduzieren.



Mehr Sicherheit

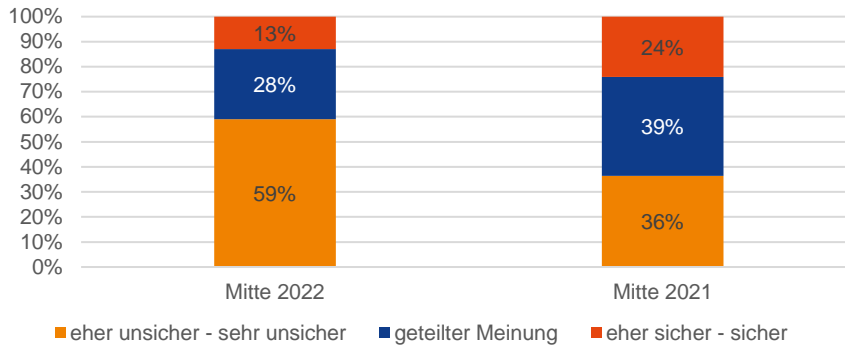
Erhöhtes Sicherheitsbedürfnis erfordert verbesserte Verteidigungsfähigkeiten

Holger Schmidt, Analyst

Durch den Ukraine-Krieg sind die sicherheits- und verteidigungspolitischen Herausforderungen Deutschlands, der EU und der NATO größer geworden. Hierzulande ist mit der Zeitenwende-Rede des Bundeskanzlers eine neue Ära angebrochen, auch für die Sicherheits- und Verteidigungstechnikindustrie, die im Aufbau der erforderlichen Resilienz eine Schlüsselrolle spielt.

Angesichts des Kriegs vor der Haustür Westeuropas hat sich das Sicherheitsgefühl der Bevölkerung deutlich verschlechtert. Dies ergab die letzte Befragung der Bevölkerung, die das Zentrum für Militärgeschichte und Sozialwissenschaften der Bundeswehr (ZMSBw) jährlich – seit 1996 – durchführt: Von den insgesamt mehr als 2.700 zufällig ausgewählten Bürgerinnen und Bürgern nimmt eine absolute Mehrheit von 59% die weltweite Sicherheitslage als eher unsicher (37%) oder sehr unsicher (22%) wahr, nur eine kleine Minderheit von 13% hält die aktuelle weltweite Sicherheitslage für eher sicher (12%) beziehungsweise sehr sicher (1%). Mit einem Anteil von 28% ist etwas mehr als ein Viertel der Befragten geteilter Meinung. Damit hat sich im Vergleich zum Jahr 2021 die Beurteilung der Situation als „eher unsicher“ mit plus 15 Prozentpunkten am deutlichsten geändert. Die Einschätzung „geteilter Meinung“ verliert im Vergleich zum Vorjahr 11 Prozentpunkte. Die Trennschärfe zwischen beiden Lagern hat sich also klar verstärkt.

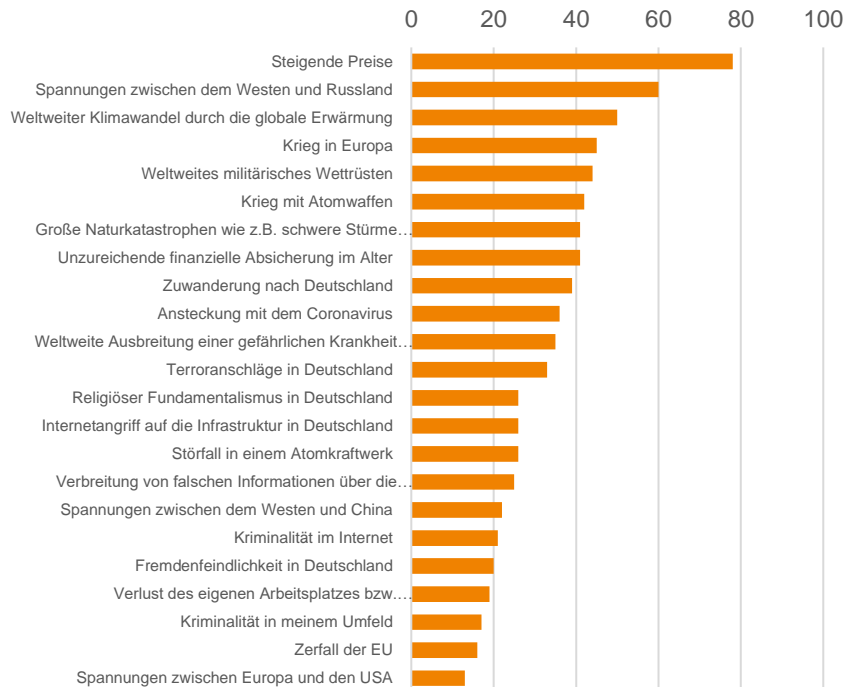
DAS SICHERHEITSGEFÜHL DER BÜRGER/-INNEN HAT SICH DEUTLICH VERSCHLECHTERT



Quellen: Zentrum für Militärgeschichte und Sozialwissenschaften der Bundeswehr (ZMSBw), DZ BANK

Aus der Umfrage geht ebenfalls hervor, dass der Krieg in der Ukraine der Hauptgrund für die deutliche Veränderung in der Wahrnehmung und Einstufung der persönlichen Sicherheit ist. Konkret stehen fünf der sechs am häufigsten genannten Bedrohungen der persönlichen Sicherheit in direktem oder indirektem Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine. Parallel dazu nimmt eine klare Mehrheit Russland jetzt als eine Bedrohung für die Sicherheit Deutschlands wahr.

SICHERHEITS- UND BEDROHUNGSWAHRNEHMUNGEN

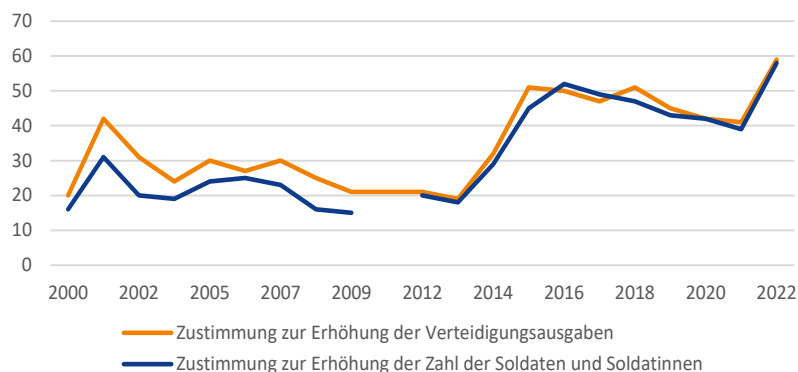


Quellen: Zentrum für Militärgeschichte und Sozialwissenschaften der Bundeswehr (ZMSBw), DZ BANK

Sicherheitsmaßnahmen erfahren breite Zustimmung

Deutlich zugenommen hat die Unterstützung in der Bevölkerung für konkrete Maßnahmen zur Sicherung der NATO-Ostflanke und zur Rückversicherung der östlichen Bündnispartner. Eine klare Mehrheit spricht sich für eine Vertiefung der EU-Verteidigungszusammenarbeit aus. Des Weiteren wünschen sich mehr Befragte als im Jahr zuvor, dass EU und NATO in der Verteidigungspolitik enger zusammenarbeiten. Mit einem neuen Rekordwert von fast 60% (siehe Grafik unten) spricht sich eine Mehrheit der Bürger für eine Aufstockung der finanziellen und personellen Ressourcen der Bundeswehr aus, um sicherzustellen, dass sie ihre Aufgaben erfüllen kann. Die deutliche Erhöhung der Zustimmung hinsichtlich einer Erhöhung der Verteidigungsausgaben zeigt einen Paradigmenwechsel im verteidigungspolitischen Meinungsbild.

ZUSTIMMUNG ZUR ERHÖHUNG DER VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN & PERSONALAUSSTATTUNG



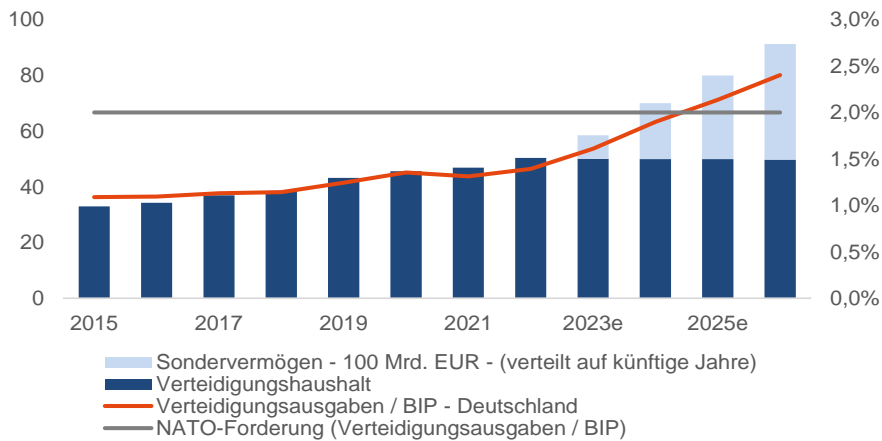
Quellen: Zentrum für Militärgeschichte und Sozialwissenschaften der Bundeswehr (ZMSBw), DZ BANK

Auch auf der letzten Münchner Sicherheitskonferenz im Februar wurde häufig die Notwendigkeit zur Verbesserung der Verteidigungsfähigkeiten und Absicherung der Sicherheitslage gefordert, um der neuen Situation zu begegnen. Dies impliziert unseres Erachtens nicht nur eine verstärkte internationale Zusammenarbeit, sondern auch die Notwendigkeit, die Ausstattung der Verteidigungskräfte umgehend und massiv zu verbessern.

Deutschland investiert mehr und anders

Mit der Auflegung des Sondervermögens in Höhe von 100 Mrd. Euro und dem Versprechen, mittelfristig und über einen mehrjährigen Zeitraum 2% des jährlichen BIP für Verteidigungszwecke zur Verfügung zu stellen, kommt Deutschland einer langjährigen Forderung nach. Ziel des Sondervermögens in Höhe von 100 Mrd. Euro ist es, die größten Lücken in der Ausrüstung der Bundeswehr zügig zu schließen. In Summe wird Deutschland die Ausgaben für Verteidigung und nationale Sicherheit in den nächsten Jahren deutlich erhöhen.

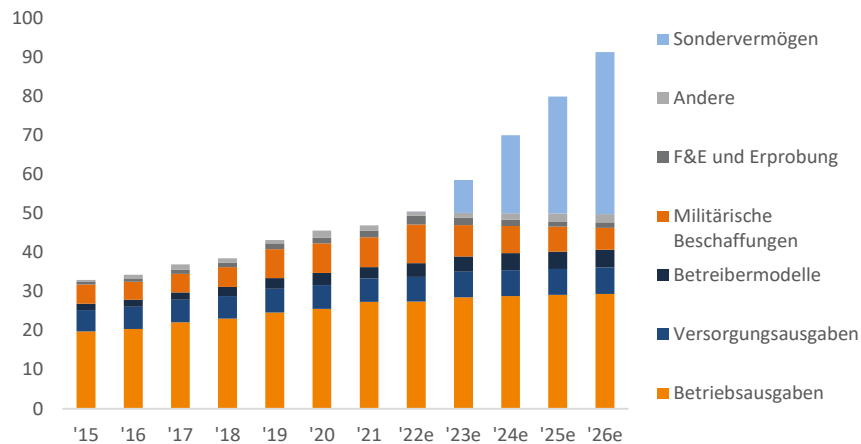
VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN + SONDERVERMÖGEN VS. BIP VS. NATO-FORDERUNG



Quellen: Haushaltsplan 2022 und Haushaltsentwurf 2023, DZ BANK Schätzungen

Gleichzeitig sollte sich die Struktur der Ausgaben verschieben. Bisher dominierten die Betriebsausgaben (über 50%), während die Investitionen in Ausrüstung – sogenannte verteidigungsinvestive Ausgabe – lediglich einen Anteil von rund 20% ausmachten. Mithilfe des Sondervermögens erwarten wir ausgehend von etwa 11 Mrd. Euro im Jahr 2021 einen Anstieg der verteidigungsinvestiven Ausgaben um jährlich durchschnittlich 40% auf etwa 40 Mrd. Euro im Jahr 2025, sodass deren Anteil von rund 25% im Jahr 2022 auf etwa 50% im Jahr 2025 verdoppelt werden könnte.

SPLIT DER VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN (INKLUSIVE SONDERVERMÖGEN) IN DEUTSCHLAND

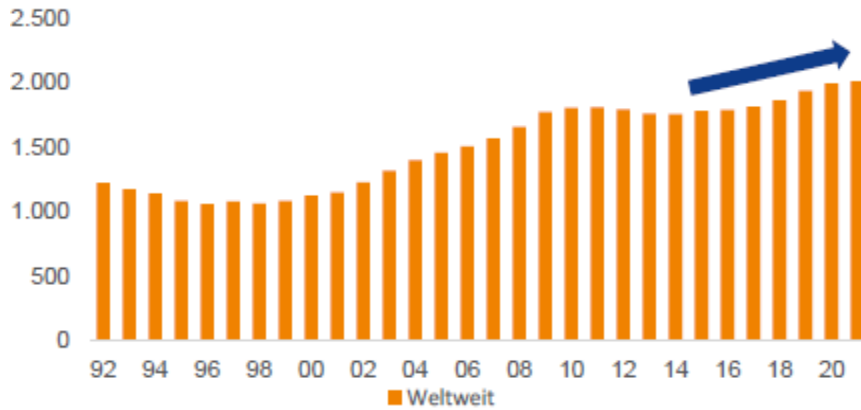


Quellen: Bundesrechnungshof (Haushaltsrechnung 2021, Haushaltsplan 2022 und Haushaltsentwurf 2023), Bloomberg, DZ BANK Schätzungen

Weltweit steigende Verteidigungsausgaben voraus

Belastbare Prognosen zu den künftigen Ausgaben für Verteidigung sind kaum verfügbar. Allerdings lässt sich aus der historischen Entwicklung ableiten, dass in Zeiten erhöhter Bedrohung (zum Beispiel während des Kalten Kriegs) oder aber in Zeiten der Wahrnehmung von erhöhten Sicherheitsbedrohungen die Budgets und folglich die Ausgaben für Sicherheit und Verteidigung stärker steigen.

WELTWEITE VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN (MRD. USD) SEIT 2017 IM AUFWÄRTSTREND



Quellen: SIPRI, DZ BANK

Wesentliche Treiber für steigende Verteidigungsausgaben waren und sind anhaltende politische Spannungen, militärische Konflikte und Auseinandersetzungen, aber auch die Einführung neuer Waffensysteme. Mit dem Ukraine-Krieg sind noch zwei Aspekte hinzugekommen – ein höheres Sicherheitsbedürfnis und die Erkenntnis, dass jahrelang zu wenig investiert wurde (Nachholbedarf). Deshalb spricht vieles für eine steigende Nachfrage und für einen weiteren Anstieg der Verteidigungsausgaben, wovon nicht zuletzt die weltweit führenden Hersteller von Verteidigungstechnik profitieren sollten.

Die Tendenz, bei einer gefühlten Bedrohung deutlich mehr zu investieren, lässt sich beispielsweise an der Entwicklung der Ausgaben für Verteidigung in Polen, der Türkei, aber auch in den baltischen Staaten ablesen. So stiegen die Ausgaben zwischen 2014 und 2021 in Litauen um 163%, in Lettland um 192% und in Estland um 65%.

Einige NATO-Mitglieder haben bereits angekündigt, ihre Verteidigungsausgaben zu erhöhen, darunter Italien (auf 2% gemessen am Bruttoinlandsprodukt), Belgien (auf 2,5%) und Polen (auf 5%). Das Vereinigte Königreich gibt nun 3% aus (vorher: 2,2%), während die Tschechische Republik und Spanien ihre Ausgaben auf jeweils 2,0% erhöhen, die vorher jeweils unter 1,4% lagen.

ANGEKÜNDIGTE ERHÖHUNGEN DER VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN BEI NATO-STAATEN

Europäisches Verteidigungsbudget - Ausblick	Erfüllung der NATO-Ausgabenverpflichtungen + Schweden und Finnland zahlen 75 Mrd. \$ pro Jahr
Deutschland wächst	Absicht, die Verteidigungsausgaben auf 2% des BIP zu erhöhen, 100 Mrd. EUR Sondervermögen
Frankreich wächst	Zusage, die Verteidigungsausgaben über die derzeitigen 2% hinaus zu erhöhen
Italien wächst	Verpflichtung, bis 2028 von 1,4% auf 2% zu kommen
Polen wächst	Zusage, die Verteidigungsausgaben von bisher 2,1% auf 5% zu erhöhen
UK wächst	Zusage, die Verteidigungsausgaben von bisher 2,2% auf 3% zu erhöhen
Belgien wächst	Zusage, die Verteidigungsausgaben von bisher 2% auf 2,5% zu erhöhen
Spanien wächst	Erhöhung der Mittelbindung von 1,4% auf 2% bis 2029
Niederlande wächst	Geplante Ausgabensteigerung um 40 % und Erreichen von 2 % bis 2024
Tschechische Republik wächst	Anstieg von 2,1% auf 3% im Jahr 2023
Schweden wächst	NATO-Antrag - 1,3%-2% im Jahr 2023
Finnland wächst	NATO-Antrag: 2 Mrd. zusätzliche Verteidigungsausgaben ab 2022-6

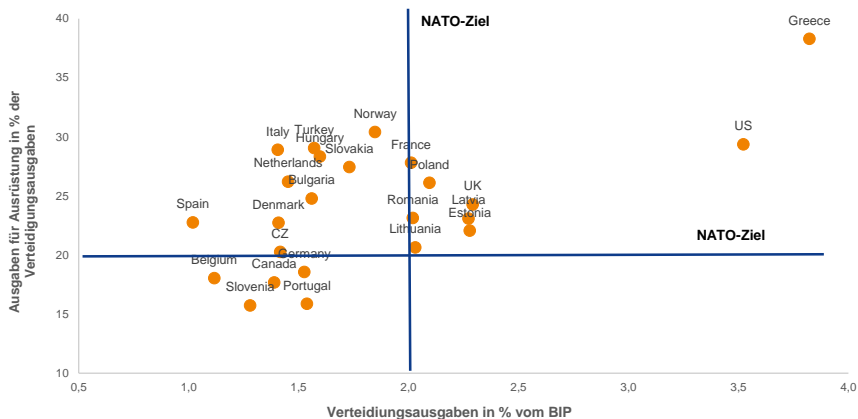
→ Insgesamt eine deutliche Erhöhung der europäischen Verteidigungsausgaben

Quellen: BAE Systems, Rheinmetall, DZ BANK

Umsetzung verlief zäh

Bereits auf dem NATO-Gipfel in Wales im Jahr 2014 verständigten sich die Mitgliedsstaaten – als Reaktion auf das Vorgehen Russlands gegenüber der Ukraine (Annexion der Halbinsel Krim) – auf ein Ziel, das bereits 2002 ausgerufen wurde: Es wurde vereinbart, dass alle Mitgliedsländer 2% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in die Landesverteidigung investieren. Diejenigen Bündnispartner, die unter dem Richtwert lagen, sollen sich bis zum Jahr 2024 auf die Zielgröße zubewegen. Außerdem legte man damals fest, 20% des Wehretats in Ausrüstung zu investieren. Allerdings erfolgte die Umsetzung der Vereinbarung nur zögerlich, da die Zielgrößen für die Mitgliedsstaaten rechtlich nicht bindend waren.

VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN IN % DES BIP VS- AUSGABEN FÜR AUSTRÜTUNG IN % DER VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN



Quellen: NATO, DZ BANK

Diskussion um die Anhebung des 2%-Ziels läuft

Auch wenn einige Staaten bisher noch nicht einmal die 2%-Marke erreicht haben, scheint innerhalb der NATO-Mitgliedstaaten bereits eine Diskussion angebrochen zu sein, die Ausgaben über diese Hürde anzuheben und aus der bisherigen 2%-Regel einen „Mindestwert“ zu machen. Fakt ist, dass für eine glaubwürdige Abschreckung und Verteidigung mehr in Sicherheit und in Verteidigungstechnik sowie Fähigkeiten investiert werden muss.

Eine Einigung diesbezüglich wird beim nächsten NATO-Gipfel Mitte des Jahres in Litauen angestrebt. Zunächst steht eine Reihe an Vorgesprächen und Verhandlungen sowie Ministertreffen an, um die Verabschiedung dieses Themas voranzutreiben. Allerdings erfordert die tatsächliche Festlegung einer 2%-Hürde die Zustimmung aller NATO-Staaten. Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass allein die Diskussionen und Verhandlungen den Druck auf die NATO-Staaten dahingehend erhöhen, mehr zu investieren.



Glosse

Diogenes hofft auf Frieden

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im Kaffeehaus 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 liest jetzt immer öfter in der Zeitung, aber auch in ernsthaften Analysen, dass der Weltwirtschaft schwere Zeiten bevorstehen. Selbst als konstitutioneller Optimist fürchtet er das auch. Es ist nämlich Krieg. Und Krieg ist für nichts gut.

Das weiß er schon seit seinem ersten Leben im alten Griechenland. Da war Krieg mehr oder weniger der Normalzustand, nur unterbrochen von oft erfolglosen Friedensverhandlungen. Und über die zwei Jahrtausende seitdem wurde es nicht besser. Normale Menschen hofften zu allen Zeiten auf Frieden, weil sie wussten, dass das besser ist als Krieg. Aber hinbekommen haben sie es nicht.

Viel lieber als über Krieg würde Diogenes über etwas Nettes, Menschenfreundliches schreiben. Zum Beispiel über Schillers „Ode an die Freude“ – Sie wissen schon, „Freude schöner Götterfunken“. Aber auch da holt ihn das Thema wieder ein. Schiller hat sich nämlich später selber von dem euphorischen Elysium distanziert, das er als junger Mann so poetisch beschrieben hatte. Es sei ein schlechtes Gedicht und der Realität abgewandt. Also nichts mit „Alle Menschen werden Brüder“. Schiller hatte offenbar einen Realitätsschock.

Diesen Schock mussten zahllose friedliebende Menschen im Lauf der Geschichte erleiden. Mehrmals konnte man das bei der Grünen-Partei mitverfolgen. Und ein SPD-Politiker hat für seine Ernüchterung angesichts des Ukraine-Kriegs die einfachen Worte gefunden: „Ich hätte nicht vermutet, dass sich Menschen das hier noch gegenseitig antun.“

In seiner aktuellen Inkarnation hat Diogenes die längste Phase ohne Krieg erlebt, an die er sich erinnern kann. Dennoch leidet er noch mehr als in früheren Leben an einer Kriegsphobie. Die hat er sich eingefangen, als er als Kind in den 1950er-Jahren von etwas gelesen hatte, wovon er lieber nichts hätte wissen sollen: Die „Weltvernichtungsmaschine“, ein Gedankenexperiment der amerikanischen Physiker Leo Szilard und Herman Kahn, das die perverse Logik der atomaren Abschreckung auf die Spitze trieb. Es sollte eine Wasserstoffbombe gebaut werden, die mit ihrer Zerstörungskraft und ihrem radioaktiven Niederschlag die gesamte Menschheit vernichten würde. Ein autonomer Computer sollte diese Bombe zünden, sobald er Anzeichen eines nuklearen Angriffs registrierte. Und dann – kawumm!

Die USA begruben die Idee, als mit dem Aufkommen neuer Atommächte die Weltlage komplexer wurde. Stattdessen wurde die „doomsday machine“ zur Inspiration für Filme wie „Dr. Seltsam“ und Comic-Magazine wie MAD (mutually assured destruction). Anders in der Sowjetunion, wo angeblich eine ähnliche Vorrichtung gebaut wurde, die vielleicht sogar bis heute einsatzfähig ist: Die „tote Hand“ soll das russische Atomwaffenarsenal zünden, selbst wenn alle militärischen Befehlsstrukturen vernichtet sind. Diogenes schaudert, wenn er nur daran denkt.

Es gibt Leute, die meinen, Krieg habe nichts mit Moral zu tun. Ein Krieg werde eben dann geführt, wenn er sich lohnt; genau das sollte ja die Weltvernichtungsmaschine ausschließen, indem sie einen Angriffskrieg zum sicheren Selbstmord gemacht hätte. Sehr viele Kriege in der Geschichte dürften tatsächlich lohnend gewesen sein – natürlich nur für die Gewinner. Auf den Gedanken, dass die Welt im Ganzen mit jedem Krieg ärmer wird, ist damals niemand gekommen, denn man hatte ja gar keine Vorstellung davon, wie die Welt zusammenhängt.

Das sollte sich eigentlich mit der Globalisierung gründlich geändert haben. In der Tat hofften schon in der ersten Globalisierungswelle ab Mitte des 19. Jahrhunderts sehr vernünftige Leute, dadurch würden Kriege ein für alle Mal unmöglich. 1909 schrieb der Brite Norman Angell (der 1933 den Friedensnobelpreis erhielt) in einem viel gelesenen Buch, es sei angesichts der vielfältigen wirtschaftlichen und kulturellen Verflechtungen in der Welt eine Illusion, wenn ein Land versuche, sich den Wohlstand anderer Nationen anzueignen. Wer dies versuche, schade nur sich selbst.

Kaum fünf Jahre später hatte die Realität das gründlich widerlegt. Und dennoch – schon während des Ersten Weltkriegs kam erneut die Hoffnung auf, danach sei aber endgültig Schluss. H.G. Wells sah 1914 den Ersten Weltkrieg als den „Krieg, der alle Kriege beenden würde“. Aber noch zu seinen Lebzeiten brach dann auch schon der Zweite aus.

Diogenes fühlt sich am Ende nicht getröstet, aber immerhin in seiner Enttäuschung nicht allein. Auf seinem Nachttisch liegt jetzt als nächste Lektüre der Briefwechsel zwischen Albert Einstein und Sigmund Freud zum Thema „Warum Krieg?“. Einen erbaulicheren Schluss für diese Glosse gibt es nicht. Nur noch eine Anmerkung zum Ukraine-Krieg: Wahrscheinlich hat Putin bei seinem Angriff auf die Ukraine auch gedacht, das würde ein leichter und lohnender Krieg. Diogenes würde ihn gerne mal fragen, ob die Rechnung denn seiner Meinung nach aufgegangen ist. Wie es aussieht, ist sie bis jetzt nicht aufgegangen, weder für ihn persönlich noch für sein Land. Es wäre gut, wenn sie auch am Ende nicht aufginge.

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), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2023
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 9. März 2023

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnenmannstraße 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 **vorgelagert 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 all-

gemeine 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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

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

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente 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 Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment 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 Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: 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 Ent-

wicklungen 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 Ländersegments (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 Physische Zutrittsper-

ren und die 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 im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt. 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, VVD, 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.

III. 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 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“, „expert investors“ und / oder „institutional 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. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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 Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder 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 gegebenenfalls 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 Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen 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 Investimentanalysen 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.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem EESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des EESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) be-

reitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten EESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.