

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#1/2022
März 2022

Leben mit der Inflation

Die Verbraucherpreise steigen so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr

Inhalt

AUSGABE #1 / 2022



IM FOKUS

Leben mit der Inflation

Die Verbraucherpreise steigen so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Unberechenbar

Russland-Ukraine-Krieg schürt die Angst
vor negativen Konsequenzen

Seite 9



ANLAGESTRATEGIE

Wo ein Mythos ist, ist auch eine Marge

Wie Qualitätsaktien vor Inflation und
Krisen schützen

Seite 13

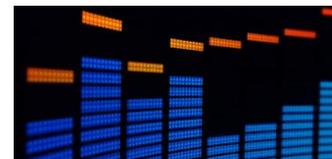


RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Bye Bye Kohlenstoff

Wie sich die Ölindustrie langsam dekarbonisiert

Seite 16



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 20

Unsichere Zeiten

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

der Krieg in der Ukraine berührt uns alle zutiefst – vor allem wegen des unermesslichen menschlichen Leids, das durch diesen Angriff Russlands auf ein friedliches und demokratisches Land verursacht wird. Aktuell werden zudem die wirtschaftlichen Folgen der Sanktionen gegen Russland sichtbar. Russland hat sich in den letzten Jahren und Jahrzehnten zum mit Abstand wichtigsten Energielieferanten Deutschlands entwickelt. Die damit verbundene Abhängigkeit hat Wirtschaft und Gesellschaft in Deutschland nun in eine sehr prekäre Lage gebracht. Hier muss politisch sehr schnell umgesteuert werden, was hohe Investitionen sowohl beim Staat als auch bei Unternehmen und Haushalten erfordert.

Zusätzlich hat der Krieg in der Ukraine den ohnehin schon hohen Ölpreis noch einmal kräftig nach oben getrieben. Die Gaspreise sind sogar so hoch wie nie zuvor. Für die Haushalte hierzulande wird Heizen und Autofahren auf unabsehbare Zeit sehr viel teurer werden. Das lässt die Inflationsrate von ihrem hohen Ausgangsniveau aus noch weiter steigen. Der resultierende Kaufkraftverlust belastet die Budgets der privaten Haushalte und wird ihre Konsumnachfrage dämpfen. Auch für Unternehmen steigen die Kosten durch die hohen Energie- und Rohstoffpreise nun massiv an. Die Auswirkungen der sonstigen Sanktionen gegen Russland kommen als Belastung noch hinzu. Es besteht kein Zweifel, dass der Krieg in der Ukraine und seine Folgen die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland und Europa in den kommenden Wochen und Monaten merklich dämpfen werden. Wie stark und wie anhaltend diese Belastungen sein werden, hängt vor allem vom weiteren Verlauf des Krieges ab.

Wir möchten Ihnen, liebe Leserin, lieber Leser, in der aktuellen Ausgabe des FRIEDRICH mit unseren Beiträgen und Analysen eine Hilfestellung geben. Wir hoffen, dass Sie die schwierigen Fragen rund um die Themen Energie und Inflation somit besser einordnen können. Unsere Experten erklären viele wichtige Begriffe und Zusammenhänge, um Ihnen möglichst wohlinformierte Entscheidungen zu ermöglichen.

Und vor allem hoffen wir, dass wir hier schon bald über den Frieden in der Ukraine sprechen können.

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



Leben mit der Inflation

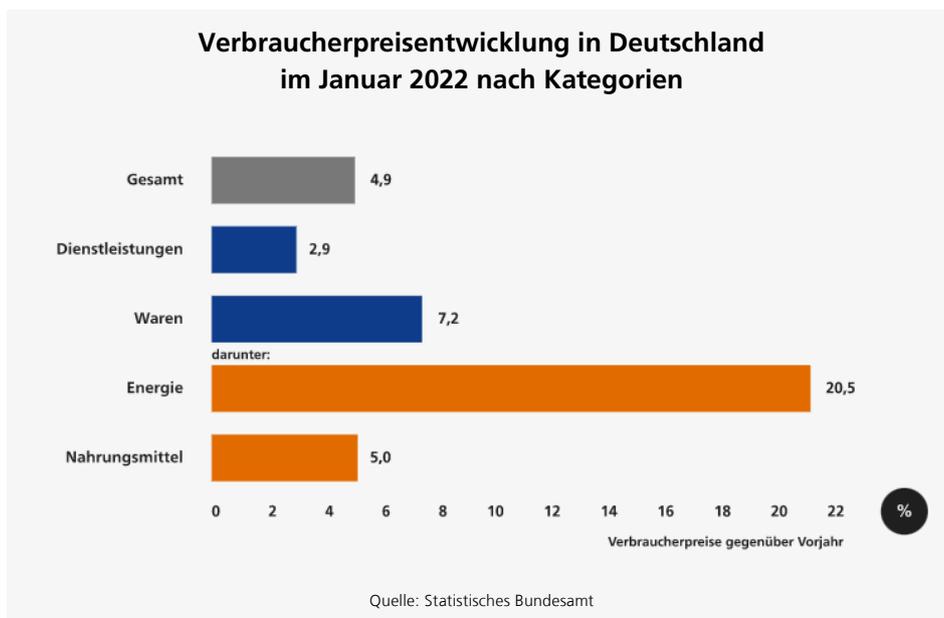
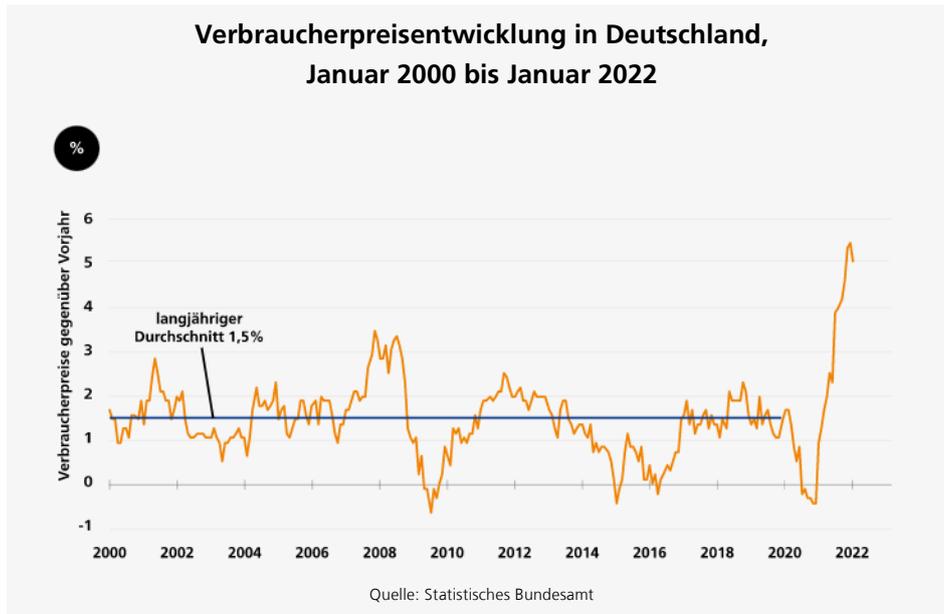
Die Verbraucherpreise steigen so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr

IM FOKUS

Michael Stappel, Economist

Die Preise steigen. Nahrungsmittel waren im Januar um 5% teurer als Anfang 2021. Und für Energie mussten die Verbraucher im Schnitt gar ein Fünftel mehr hinblättern. Das betrifft Gas und Heizöl, aber auch Strom und Sprit. Inzwischen liegt das „neue Billig“, das für Gedränge an den Zapfsäulen sorgt, bei 2,00 Euro je Liter Super. Der Ukraine-Krieg lässt befürchten, dass die Teuerungsrate noch weiter ansteigen könnte.

Nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes sind die Verbraucherpreise in Deutschland im Januar insgesamt um 4,9% gestiegen. Damit landen sie knapp unter dem Wert aus dem Dezember letzten Jahres, als mit 5,3% die höchste Inflationsrate seit Mitte 1992 gemessen wurde. Zum starken Preisanstieg in der zweiten Jahreshälfte 2021 trug auch die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung im Vorjahr bei, die der coronagebeutelten Wirtschaft neuen Schwung verleihen sollte. Dass sich trotz des Wegfalls des Mehrwertsteuereffekts zum Jahreswechsel der Preisanstieg nicht noch stärker abgeschwächt hat, verdeutlicht den nach wie vor großen Inflationsdruck.



Hartnäckiger als gedacht

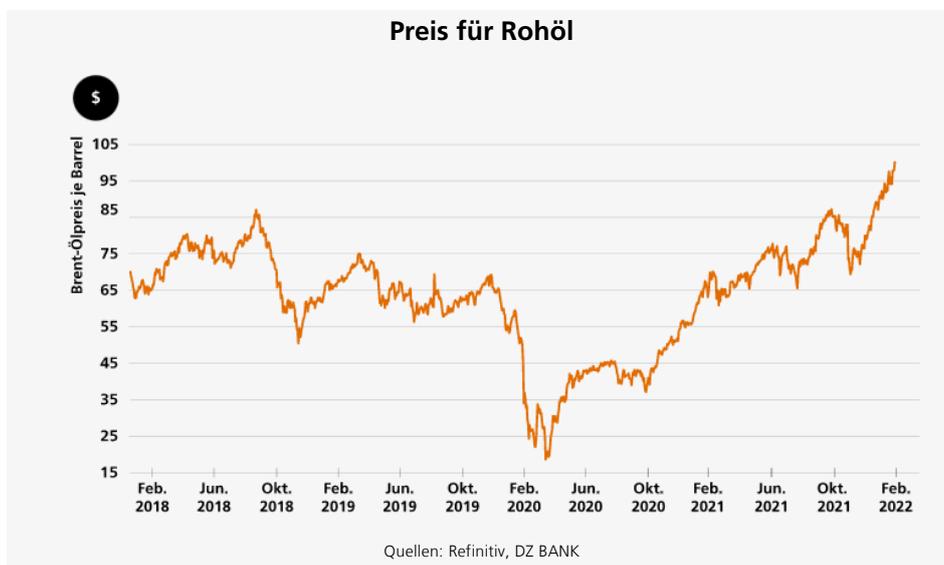
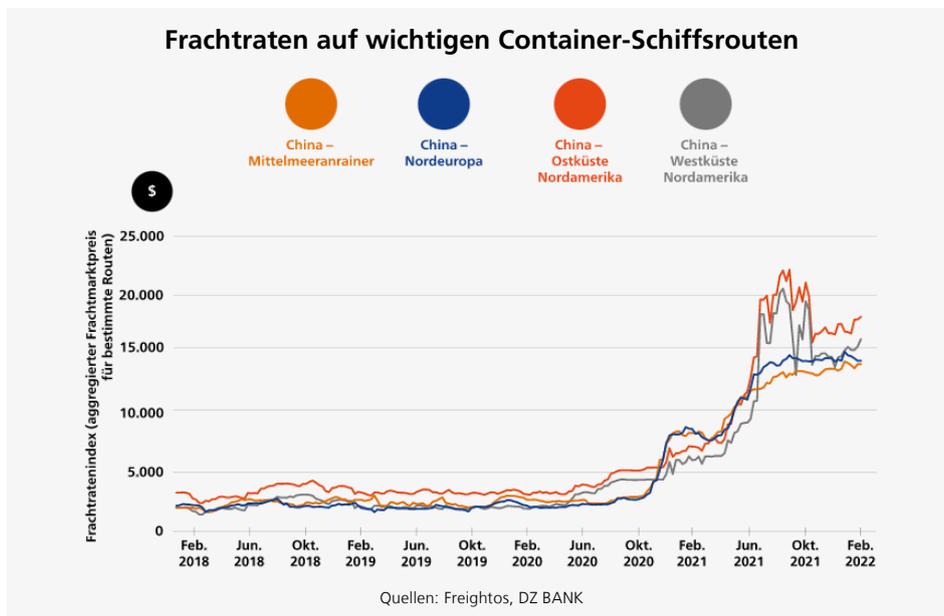
Überhaupt erweist sich die Inflation inzwischen hartnäckiger als gedacht. Zu den Auslösern des starken Preisanstiegs zählt die konjunkturelle Erholung nach dem Abebben der ersten Corona-Welle. So führte 2020 der schwere Wirtschaftseinbruch durch Corona-Lockdown-Maßnahmen und eine Verunsicherung der Verbraucher zu einer geringeren Konsum- und Energienachfrage. In der Folge brach der Ölpreis ein und die Inflation fiel in Deutschland 2020 mit gerade einmal 0,5% extrem niedrig aus, in der zweiten Jahreshälfte war sie sogar durchweg negativ. In der Corona-Krise haben viele Unternehmen weltweit ihre Produktion heruntergefahren und Investitionen zurückgestellt.

Als dann die von China ausgehende wirtschaftliche Erholung einen wieder wachsenden Energiehunger signalisierte, stieg der Ölpreis schnell an, überschritt das Vor-Corona-Niveau und behielt anschließend die steigende Tendenz unbeirrt bei. Zudem wurden im Aufschwung Materialien wie Computerchips, Industriemetalle oder Rohre zur Mangelware. Betroffen waren insbesondere Güter, deren Produktionskapazität

ten sich aus technischen Gründen nicht schnell aufstocken lassen. Sogar Holz fehlte, weil der wieder anziehende amerikanische Hausbau den durch Schädlingsbefall in kanadischen Wäldern ohnehin knappen Markt schnell leerräumte.

Und dann noch der Ukraine-Krieg

Erschwerend kamen im Verlauf weitere Corona-Infektionswellen hinzu, die für punktuelle Produktionsausfälle und Hafensperrungen in China sorgten. Aber auch Seehäfen an der amerikanischen Westküste konnten den aus dem Rhythmus geratenen internationalen Container-Schiffsverkehr nicht mehr bewältigen, vor allem weil Hafenarbeiter, Lageristen und Trucker fehlten. Vor internationalen Häfen bildeten sich lange Staus – eine Entwicklung, die zu explodierenden Frachtraten führte und die bis heute anhält. Betroffen von den Lieferkettenproblemen sind Vorprodukte und Konsumartikel, die sich mit der Verknappung häufig verteuern. Einen zusätzlichen Schub erfuhr die Inflation mit Beginn der Ukraine-Krise, die Gas- und Ölpreise weiter in die Höhe trieb. Einer der wenigen entlastenden Faktoren ist der milde Winter, der die Heizungen in Mittel- und Westeuropa seltener anspringen lässt.



Kaufkraftverlust und negativer Realzins

Dass die stark steigenden Preise einen wachsenden Teil des verfügbaren Einkommens auffressen, spüren die privaten Haushalte bei Gütern wie frischem Gemüse, Molkereiprodukten und Butter oder Super und Diesel sofort. Für Gas, Heizöl oder Strom flattert die erhöhte Rechnung oft erst später ins Haus – mit der Nebenkostennachzahlung oder wenn Lieferverträge auslaufen. Das dämpft den Preisanstieg zwar, zieht ihn aber auch in die Länge.

Für die privaten Haushalte bedeutet die extrem hohe Inflation nicht nur einen enormen Kaufkraftverlust ihres Einkommens, dem sich nur begrenzt mit Sparsamkeit beim Autofahren, Heizen und Einkaufen begegnen lässt. Weniger beachtet, aber nicht weniger gravierend ist der Wertverlust des privaten Geldvermögens. So sank die nominale Verzinsung von Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen der privaten Haushalte in Deutschland durch die lang anhaltende Niedrigzinsphase immer weiter. Lag die Durchschnittsverzinsung dieser Anlageformen nach Steuern und Verwaltungsaufwendungen zu Beginn des letzten Jahrzehnts noch bei knapp 2%, wurden 2021 nur noch 0,6% erreicht. Die Folge der hohen Inflation bei extrem niedrigen Zinssätzen ist ein negativer Realzins, der im letzten Jahr ein neues Rekordtief von rund minus 2,5% erreichte. Abgesehen von 2020, als die Inflation extrem niedrig ausfiel, musste in den letzten Jahren regelmäßig ein negativer Realzins verbucht werden. Das bedeutet, dass der Zinseszineffekt als wichtiges Standbein des Vermögensaufbaus nicht nur weggebrochen ist, sondern sich inflationsbereinigt sogar ins Gegenteil gekehrt hat. Private Haushalte, denen ausreichend positive Renditeimpulse aus anderen Anlageformen wie Aktien oder Fonds fehlen, sind gezwungen, einen höheren Teil ihres verfügbaren Einkommens auf die hohe Kante zu legen, wenn sie den Aufbau ihres Geldvermögens weiter vorantreiben möchten – beispielsweise für die Altersvorsorge.

Wie geht's weiter?

Aktuell befeuert der Krieg in der Ukraine auf unbestimmte Zeit die Inflation. Aber auch ohne den Kriegsausbruch konnte ein schneller Rückgang der hohen Preissteigerungen nicht erwartet werden. Das liegt an den Staus im internationalen Schiffscontainer-Verkehr, die sich nur langsam auflösen dürften. Genauso tragen unzureichende Produktionskapazitäten für Computerchips dazu bei, die dem steigenden Bedarf nicht gewachsen sind und die sich nicht kurzfristig ausbauen lassen. Außerdem besteht die Gefahr, dass wieder aufflackernde Corona-Infektionsherde in China weiterhin mit punktuellen Lockdowns bekämpft werden, infolge derer Lieferkettenprobleme auftreten können.

Wir werden uns also für längere Zeit auf ein Leben mit höheren Inflationsraten einrichten müssen. Und auch die Regierung hat nur sehr begrenzte Möglichkeiten, dem kurzfristig entgegenzuwirken. Jüngst beschlossene Maßnahmen wie ein Heizkostenzuschuss für Wohngeldbezieher, die Erhöhung der Pendlerpauschale oder die vorzeitige Abschaffung der EEG-Umlage beim Strompreis helfen allenfalls, die Belastungen etwas abzufedern. Am Grundproblem einer hohen Abhängigkeit von Öl- und Gasimporten, die bei Energiepreisanstiegen schnell die Verbraucherpreise nach oben treiben, ändert das nichts. Hier ist nur sehr langfristig ein allmählicher Systemwechsel zu erwarten, wenn fossile Brennstoffe im Rahmen der Energiewende nach und nach durch im Inland produzierte erneuerbare Energien verdrängt werden. Schneller geht der „Systemwechsel“ bei der Geldanlage privater Haushalte, die bisher fast ausschließlich in verzinsliche Anlagen investiert haben. Mit Aktien, Fonds und Zertifikaten steht eine bunte Vielfalt ergänzender Anlageformen zur Verfügung, die den Aufbau eines breit gestreuten nachhaltigen Anlageportfolios ermöglichen.

Unberechenbar

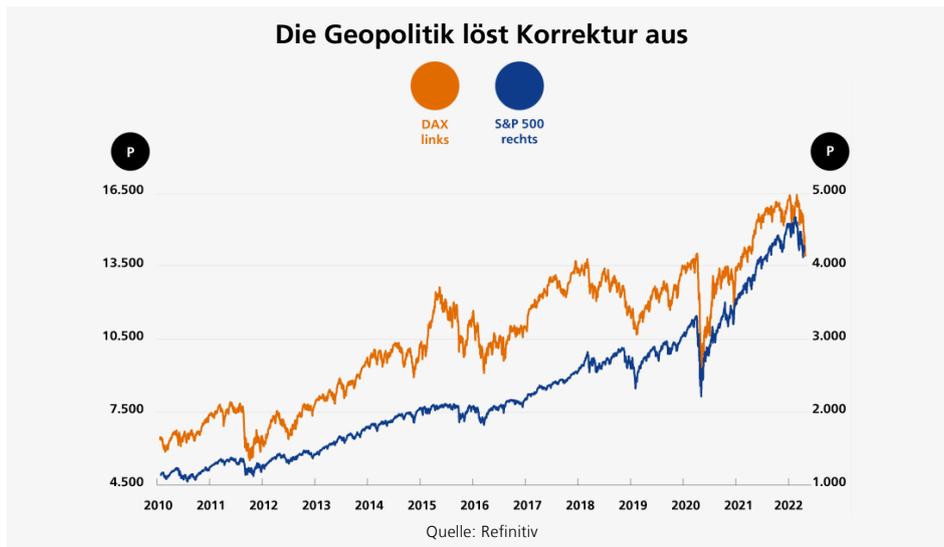
Russland-Ukraine-Krieg schürt die Angst vor negativen Konsequenzen

MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Die Eskalation der Russland-Ukraine-Krise sorgt für hohe Verunsicherung an den Finanzmärkten, unter Verbrauchern und Unternehmen, insbesondere in Europa. In diesem Umfeld korrigierten die Kurse an den internationalen Aktienmärkten zum Teil deutlich. Die Fed dürfte an ihren in Aussicht gestellten geldpolitischen Maßnahmen festhalten und die Leitzinsen im März mit einem kleinen Schritt erhöhen.

Mit dem Russland-Ukraine-Krieg ist ein weiterer Belastungsfaktor für die Konjunktur hinzugekommen. Dieser trifft vor allem konjunktursensible Aktien, während sichere Häfen gesucht werden. Aufgrund der geografischen Nähe zum Krisenherd, der Abhängigkeit vom Energielieferanten Russland sowie der konjunktursensibleren Sektorausrichtung ist Europa stärker in Mitleidenschaft gezogen als die USA. Derzeit sind die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Krise schwer einzuschätzen, denn die ökonomischen Schäden werden nicht durch die russische Aggression determiniert, sondern durch verhängte Sanktionen. Möglicherweise zeigen sich deren Auswirkungen auch erst mit zeitlichem Abstand und/oder sind wiederum von der russischen Reaktion beeinflusst. Ein Blick auf die Krim-Krise im Jahr 2014 suggeriert einen geringen negativen Einfluss auf die Gewinnerwartungen der Unternehmen. Deren Volatilität könnte aber mit der Unsicherheit der Marktteilnehmer zunehmen. Wir sehen im Allgemeinen stark ansteigende Aktienrisikoprämien, die Potenzial für weitere Kursrücksetzer bieten. Auch hier könnte Europa, insbesondere Deutschland, stärker betroffen sein als die USA. In diesem Umfeld dürften Ölpreise weiter ansteigen, was negativ für die Konsumentenstimmung und davon abhängige Unternehmen zu werten ist. Profitieren könnte der Energiesektor. Allerdings ist diese Branche nicht im DAX vertreten, weshalb hier ebenfalls ein regionaler Nachteil für den deutschen Aktienmarkt zutage tritt.



Fed dürfte im März die Zinswende einläuten

Hohe Ölpreise festigen vor allem auch die Entwicklung der (US-) Inflation und damit unsere Erwartungen bezüglich einer restriktiveren US-Geldpolitik. Ein Abrücken der Fed von diesen Plänen mit Rücksicht auf die durch den Konflikt ausgelösten konjunkturellen Belastungen erwarten wir nicht, zumal die US-Wirtschaft allenfalls gering betroffen scheint. Angesichts der Unsicherheit an den Kapitalmärkten, die durch die geopolitischen Risiken rund um den Ukraine-Konflikt zugenommen haben, ist jedoch eine Zinsanhebung in Höhe von nur 25 Basispunkten wahrscheinlicher geworden. Auch ein Zinsschritt um 50 Basispunkte kann nicht ausgeschlossen werden.

Unsere Auswertungen historischer Kursdaten über die vergangenen vier Jahrzehnte hinweg ergaben, dass US-Leitzinsanhebungen über 0,25% sich fast nie negativ auf den US-amerikanischen oder gar den deutschen Aktienmarkt ausgewirkt haben – weder in den Zeiträumen vor einer solchen Zinsanhebung noch danach. Eine Ausnahme bildet der US-Zinsanhebungszyklus 1980/81. Damals herrschten in den USA inmitten eines rezessiven Wirtschaftsumfeldes Rekordinflationsraten im zweistelligen Prozentbereich, was die Fed zu drastischen Maßnahmen in der Inflationsbekämpfung zwang. In dem damals stark angespannten wirtschaftlichen Umfeld gaben die (US-)Aktienmärkte zunächst nach. US-Fiskalprogramme im Zuge der „Reaganomics“ ließen speziell den Aktienmarkt im Nachgang aber stark ansteigen.

Zugegebenermaßen befinden wir uns aktuell ebenfalls in einer wirtschaftlich angespannten Phase mit hohen Inflationsraten. Hinzu kommt, dass stimulierende Fiskalprogramme auf internationaler Ebene bereits laufen. Jedoch erachten wir die heutige wirtschaftliche Situation in den USA – und daher den (US-) Aktienmarkt – als viel stabiler im Vergleich zur damaligen Lage (1980 bis 1982). Denn: Zum einen befinden sich die USA derzeit nicht in einer rezessiven Phase, zum anderen sind die US-Inflationsraten noch vergleichsweise moderat. Außerdem wurden damals die US-Leitzinsen zur Inflationsbekämpfung von historisch hohen Sätzen auf extrem hohe Niveaus angehoben (in der Spitze 20%). Es fand somit eine echte Liquiditätsverknappung statt. Heute sprechen wir über eine eventuelle Anhebung von einem sehr niedrigen Bereich auf ein immer noch niedriges Level. Das aktuell antizipierte Ausmaß der Zinswende scheint in den Kursen vollumfänglich erfasst zu sein. Unerwartet drastische Notenbankmaßnahmen würden jedoch eine neue Herausforderung darstellen.

Der Russland-Ukraine-Krieg birgt insbesondere für Europa realwirtschaftliche Risiken, es besteht Unsicherheit bezüglich der zukünftigen europäischen Energieversorgung sowie einer weiteren Verschärfung der globalen Lieferkettenproblematik. Die hohe Abhängigkeit von russischen Energieträgern macht die europäische Unternehmenslandschaft, allen voran Deutschland, sehr viel verwundbarer als beispielsweise die US-amerikanische. Die Investorenstimmung am europäischen Aktienmarkt sollte daher verständlicherweise für die schwer absehbare Dauer des Konflikts ungleich stärker beeinträchtigt bleiben. Der Konsensus geht

für den DAX bereits von einem leichten Gewinnrückgang im Jahr 2022 aus. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, sind Krisenzeiten mit anfänglichen (Aktien-) Marktübertreibungen untrennbar verbunden. Diese dürften sich nach einer realistischen Bewertung der Lage und der ökonomischen Auswirkungen wieder einpendeln. Wir beobachten das weitere Geschehen und behalten uns eine zeitnahe Neubewertung der Indexprognosen vor.

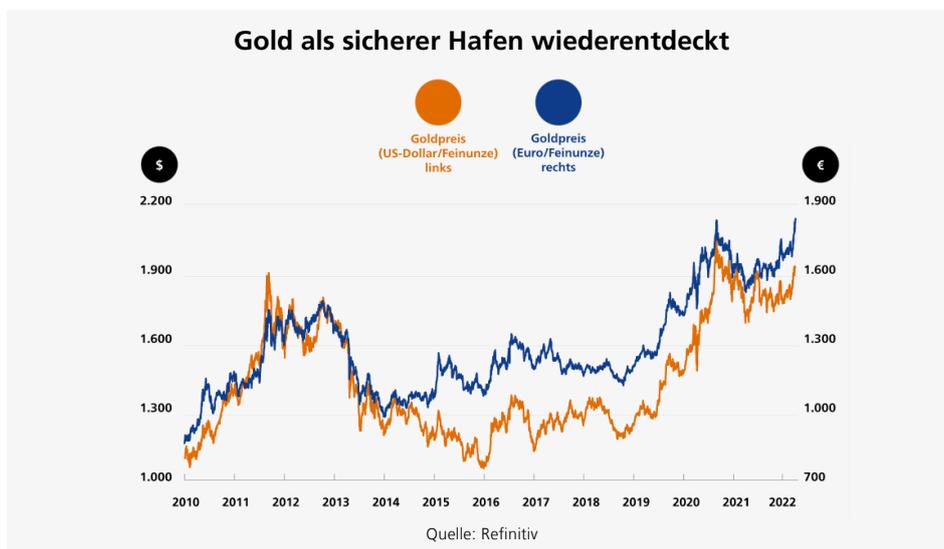
DZ BANK Index-Prognosen

	Index	30.06.2022	31.12.2022
Europa	Euro Stoxx 50	4.100	4.300
Deutschland	DAX	15.000	16.000
USA	S&P 500	4.500	4.800

Quelle: DZ BANK

Gold als Krisenwährung geschätzt

Der Russland-Ukraine-Krieg treibt zusammen mit der hohen Inflation beziehungsweise den negativen Realzinsen den Goldpreis an. Im März stieg der Preis für das gelbe Edelmetall zeitweise über 2.000 US-Dollar je Feinunze. Kurzfristig dürfte Gold noch von den geopolitischen Unsicherheiten profitieren.



Im Laufe des Jahres wird der Gegenwind für den Goldpreis wegen der weiteren Normalisierungsabsichten der US-Notenbank und der soliden globalen Konjunktorentwicklung wieder zunehmen. Einem deutlichen Preisrückgang wirkt aber die in vielen Teilen der Welt angestiegene Staatsverschuldung entgegen.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	30.06.2022	31.12.2022
Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze)	1.900	1.700
Goldpreis in Euro (je Feinunze)	1.730	1.480

Quelle: DZ BANK

Risikofreude noch getrübt

Solange der Russland-Ukraine-Krieg andauert, besteht das Risiko für weitere Rücksetzer am Aktienmarkt. In diesem Umfeld kann Gold als sicherer Hafen seine Trümpfe ausspielen. Sollte sich die geopolitische Lage entspannen, wovon wir mittelfristig ausgehen, dürfte eine konjunkturelle Erholung einsetzen, die mit steigenden Aktienkursen einhergeht.



Wo ein Mythos ist, ist auch eine Marge

Wie Qualitätsaktien vor Inflation und Krisen schützen

ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Vergessen Sie Value- und Wachstumsunternehmen – ziehen Sie lieber Aktien von Qualitätsunternehmen in Betracht. Solche Unternehmen kennzeichnen sich nicht nur durch eine höhere Rentabilität und eine über die Zeit stabile Geschäftsentwicklung. Sie verfügen auch über die finanzielle Stärke, um langfristig in neue Geschäftsideen zu investieren. Nachgewiesene überschüssige Cashflows werden an die Aktionäre zurückgegeben. Hinter dem Erfolg solcher Unternehmen steht oft ein monopolartiges Geschäftsmodell oder eine starke Marke, die Preissetzungsmacht garantiert.

Wie ein chinesisches Unternehmen den Marken-Mythos nutzt

Einer der Giganten auf dem chinesischen Aktienmarkt ist Kweichow Moutai – das zweitgrößte börsennotierte Unternehmen in China und weltweit die Nummer 16. Kweichow Moutai stellt Schnaps her. Nicht irgendein Feuerwasser, sondern einen der besten und teuersten Schnäpse der Welt, den „Moutai“. Produziert wird er ausschließlich in der gleichnamigen südwestchinesischen Stadt aus hochwertigem Sorghum (rote Hirse) und Weizen. Dank der sorgfältigen Auswahl der Zutaten und eines komplexen Herstellungsprozesses, der fünf Jahre dauert, erzeugt ein Schluck Moutai nach Meinung von Kennern unzählige Aromen, die die Sinne inspirieren. Die Geschichte von Moutai reicht bis in die 1616 gegründete Qing-Dynastie zurück und wurde schon damals in großen Mengen hergestellt. In China ist Moutai sehr beliebt und hat als Luxusgetränk den gleichen Status wie ein guter Cognac oder Whisky im Westen. Laut renommierten Zeitungen wie der NZZ gilt der Moutai auch als das „Schmiermittel“ der chinesischen Politik: Wer mit Beamten in China Geschäfte machen will, hält sie am besten mit einer Flasche des chinesischen Nationalgetränks bei Laune. Bei ausländischen Beamten ist der Schnaps jedoch wegen seines hohen Alkoholgehalts als „flüssige Rasierklinge“ gefürchtet.

Eines der profitabelsten Unternehmen der Welt

Beim Anblick einer Flasche der Topmarke „Moutai Flying Fairy“, die in Deutschland rund 300 Euro den halben Liter kostet, leuchten nicht nur die Augen der Kenner, sondern auch die der Aktionäre des Unternehmens. Kaum ein zweites Unternehmen dieser Größe arbeitet so profitabel: Von 100 Yuan Umsatz verbleiben 92 Yuan als Bruttogewinn (nach Abzug der Produktionskosten) und 68 Yuan als Betriebsgewinn (nach Abzug der allgemeinen Kosten). Und das, obwohl der Moutai direkt an den lokalen Großhändler geliefert wird, der einen viel niedrigeren Preis als der Endverbraucher zahlt.

Was Anleger von Kweichow Moutai lernen können

„In Qualität investieren“ – das klingt nach einer naheliegenden Anlagestrategie. Trotzdem ignorieren immer noch viele Anleger diese Strategie oder haben keine Definition für den Begriff „Qualitätsunternehmen“. Kweichow Moutai ist dabei der Inbegriff eines Qualitätsunternehmens in Bezug auf Markenwert und Rentabilität. Kein Wunder, dass der Kurs der Aktien, die übrigens nicht von deutschen Investoren gekauft werden können, in den vergangenen 20 Jahren um knapp 33% pro Jahr gestiegen ist. Aber keine Sorge: Es gibt auch zahlreiche Unternehmen an den westlichen Börsen, die vielleicht etwas weniger mythische Produkte verkaufen, sich aber in puncto Qualität nicht verstecken müssen.

Was zeichnet ein Qualitätsunternehmen aus?

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, diese Frage zu beantworten. Für uns ist es ein Unternehmen, das über den gesamten Geschäfts- und Wirtschaftszyklus hinweg eine sehr hohe Rendite auf das in das Unternehmen investierte Vermögen erzielt. Sie wird ermittelt, indem der Gewinn vor Steuern ins Verhältnis zum Betriebskapital (Bilanzsumme minus kurzfristige Verbindlichkeiten) gesetzt wird. Das Ergebnis ist die „Rendite auf das eingesetzte Kapital“, kurz ROCE (für „Return on Capital Employed“). Ein ROCE von 20% bedeutet, dass ein Unternehmen mit einem Kapitaleinsatz von einem Euro 20 Cent vor Steuern und Zinsen verdient. Mithilfe des ROCE kann ein Investor beurteilen, wie gut ein Unternehmen sein Kapital einsetzt, um Gewinne zu erzielen. Darüber hinaus müssen die Kapitalkosten berücksichtigt werden, also die Kosten, die jedes Unternehmen für die Beschaffung von Fremd- und Eigenkapital aufbringen muss.

Faktor bei der Aktienauswahl: Die Betriebskapitalrendite

Die Rendite des Betriebskapitals sollte die Verzinsung des benötigten Kapitals deutlich übersteigen. Sonst macht es keinen Sinn, in Aktien eines solchen Unternehmens zu investieren, weil auf lange Sicht kein Mehrwert für die Aktionäre geschaffen wird. Das ist vergleichbar mit einer privaten Geldanlage: Auch dort käme niemand auf die Idee, sich Geld für 10% Zinsen jährlich zu leihen, um es für 5% Zinsen pro Jahr anzulegen.

Leider ist es immer wieder überraschend, wie viele Investoren mit diesem Konzept nicht vertraut sind und stattdessen auf andere Variablen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis schauen.

Weitere Faktoren, die ein Qualitätsunternehmen auszeichnen und im Investitionsprozess berücksichtigt werden *können*, sind:

- **die Rohertragsmarge:** Ausgedrückt als Bruttogewinn in Prozent des Umsatzes gibt diese Kennzahl Aufschluss über die Kernprofitabilität des Unternehmens und seine Fähigkeit, Schocks zu absorbieren.
- **die operative Marge:** Diese weist den Betriebsgewinn in Prozent des Umsatzes aus und zeigt die Rentabilität des Geschäfts nach allen operativen Kosten an. Die operative Marge gilt als gutes Maß für die Kostenkontrolle innerhalb des Unternehmens.
- der **Grad der Cash-Umwandlung (cash conversion):** Das Verhältnis zwischen operativem Gewinn und Cashflow-Äquivalent zeigt die Fähigkeit des Unternehmens, Gewinne in Barmittel umzuwandeln und gilt daher als gutes Maß für die Effizienz und Flexibilität eines Unternehmens.
- **der Verschuldungsgrad:** Das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung gilt als ein Maß für das finanzielle Risiko; es gibt Aufschluss über die Volatilität der Erträge und die finanzielle Stabilität des Unternehmens.
- **der Zinsdeckungsgrad:** Dieser bezeichnet das Verhältnis zwischen dem Gewinn vor Zinsen und der Zinsbelastung; er zeigt den Grad des finanziellen Komforts hinsichtlich der Verschuldung an. Ein hohes Verhältnis deutet auf finanzielle Stabilität und Flexibilität hin.

Die genannten Merkmale sind miteinander verknüpft. Unternehmen, die einen konstanten freien Cash-flow erwirtschaften, sind besser in der Lage, die Kosten für die Bedienung ihrer Schulden zu decken – selbst wenn weniger Barmittel zur Verfügung stehen, um das Unternehmen über Wasser zu halten. Und eine geringe Ertragsvolatilität ist ein guter Indikator für die Fähigkeit eines Unternehmens, mit komplexen und sich ändernden Geschäftsbedingungen umzugehen.

Unseres Erachtens gibt es nur sehr wenige gute Unternehmen auf der Welt, die über den gesamten Geschäfts- und Wirtschaftszyklus hinweg konstant eine Kapitalrendite oberhalb ihrer Kapitalkosten erwirtschaften und auf die sich die Anleger verlassen können.

Gewiss gibt es mehr als eine Art zu investieren, und auch andere Methoden können zum Anlageerfolg führen. Aber die Vergangenheit zeigt: In Fluggesellschaften, Stahl- oder Chemieunternehmen zu investieren und dann jahrelang auszuharren, bis es eine bahnbrechende Produktneuerung (und margenstarke Lösung) dieser Unternehmen gibt, ist selten vielversprechend.

Stattdessen könnten sich Investoren zum Ziel setzen, schlechte Unternehmen im Portfolio sukzessive loszuwerden und diese durch gute zu ersetzen. Selbst wenn man als Anleger den Kurs falsch einschätzt, hat man wenigstens die Gewissheit, dass die Unternehmen im Portfolio dank der hohen Kapitalrenditen Werte schaffen. Auch dürften diese Unternehmen (und deren Produkte) kaum Schwierigkeiten haben, Phasen lang anhaltender Inflation und Krisen zu überdauern.

Die folgende Übersicht führt Unternehmen auf, die die oben genannten Kriterien besonders gut erfüllen und kann als Ausgangspunkt für weitere Recherchen dienen. Viele dieser Aktien sind allerdings sehr hoch bewertet. Und: Exzellente Qualitätsunternehmen dieser Größe aus Deutschland sind nach wie vor rar.

Screening Qualitätsunternehmen*

Unternehmen	Aufnahme	ROCE	Rohrertragsmarge	Operative Marge	Verschuldungsgrad	Marktwert in Mrd. USD	Zinsdeckungsgrad	Cash Conversion
Microsoft	USA	48%	69%	42%	50%	2.068	30	109%
Alphabet	USA	41%	57%	31%	10%	1.681	227	121%
Nvidia	USA	47%	65%	37%	44%	538	43	120%
Johnson & Johnson	USA	74%	68%	25%	42%	444	129	106%
Procter & Gamble	USA	156%	51%	24%	51%	352	36	92%
LVMH	Frankreich	41%	68%	27%	49%	303	70	75%
Roche	Schweiz	68%	69%	29%	60%	302	53	83%
Pfizer	USA	85%	62%	24%	50%	267	15	74%
Novo Nordisk	Dänemark	73%	83%	42%	18%	234	203	98%
ASML	Niederlande	22%	53%	36%	41%	229	124	59%
Cisco Systems	USA	88%	64%	26%	24%	226	30	72%
Thermo Fischer	USA	54%	50%	26%	82%	205	19	114%
Abbott Laboratories	USA	44%	57%	20%	51%	205	16	82%
Adobe	USA	137%	88%	37%	31%	204	51	70%
Novartis	Schweiz	138%	70%	22%	36%	195	14	175%
Merck & Co	USA	64%	72%	26%	83%	195	16	135%
Intel	USA	26%	55%	25%	35%	193	33	206%
L'Oréal	Frankreich	144%	74%	18%	5%	192	151	81%
Nike	USA	30%	45%	16%	97%	192	23	96%
Danaher	USA	92%	61%	25%	51%	184	31	90%
AMD	USA	74%	48%	22%	5%	172	107	98%
McDonalds	USA	26%	65%	45%	n.a.	166	9	106%
Texas Instruments	USA	65%	67%	49%	57%	155	49	123%
Philip Morris	USA	44%	68%	41%	n.a.	146	18	81%
Linde	Großbritannien	21%	43%	16%	26%	138	65	58%
S&P Global	USA	97%	74%	51%	83%	138	35	85%
Sanofi	Frankreich	35%	69%	21%	27%	127	23	73%
Intuit	USA	120%	83%	26%	24%	125	86	66%
Hermes	Frankreich	42%	71%	39%	17%	125	64	84%
Equinor	Norwegen	40%	60%	38%	76%	114	27	41%
Applied Materials	USA	66%	47%	30%	46%	110	29	123%
Christian Dior	Frankreich	42%	68%	27%	52%	104	35	31%

*Suchkriterien: Marktwert >100 Mrd. US-Dollar, Rohrertragsmarge > 40%, Operative Marge >15%, finanzielle Verschuldung/Eigenkapital <100%, EBIT/Zinsaufwendungen >8, Cash Conversion informativ

Quellen: Bloomberg, DZ Bank; Daten können von DZ BANK Schätzungen abweichen, keine Empfehlung zum Kauf/Verkauf der Aktien

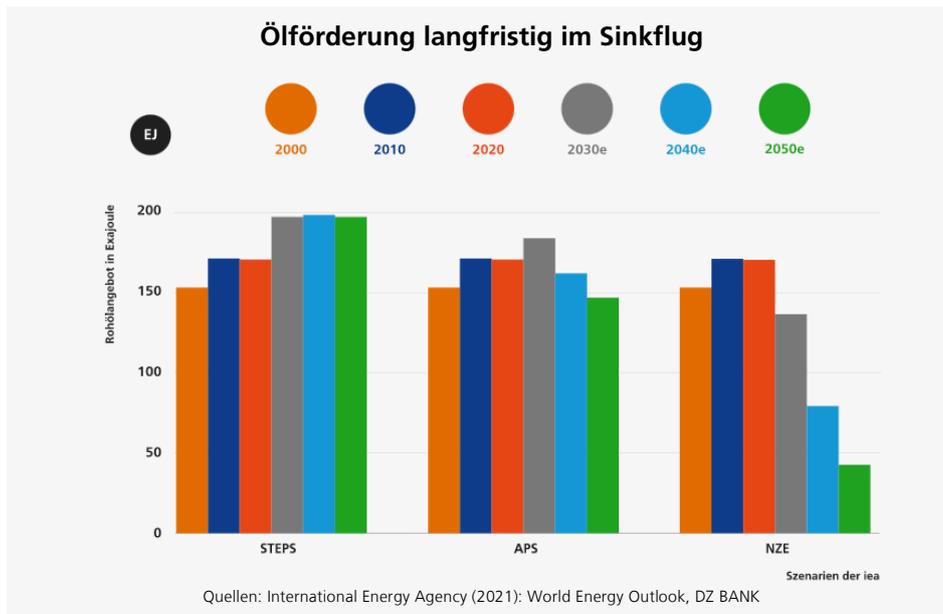


RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Stephan Sporkmann, Analyst

Green Deal, Fit-for-55, COP26 – all diese Initiativen zur Bekämpfung des Klimawandels eint die Forderung nach einer weitreichenden Dekarbonisierung unserer Energieversorgung und Mobilität. Unweigerlich richtet sich damit das Augenmerk auf die klassischen Öl- und Gasunternehmen. Und diese haben bereits mit dem Umbau ihrer Geschäftsmodelle begonnen. Mehr noch: Ihnen bietet sich die Möglichkeit, die Energiewende mitzugestalten und neue Ertragsstützen aufzubauen.

Die Welt benötigt auf lange Sicht weniger Öl – das scheint mittlerweile sicher. Wie stark sich die Nachfrage nach Rohöl und auch Erdgas in den kommenden Dekaden tatsächlich verringern wird, kann zwar niemand genau prognostizieren. Gute Anhaltspunkte bieten jedoch folgende Szenarien der Internationalen Energieagentur IEA: In einer „bestmöglichen Welt“ unterstellt die Energiebehörde das Ziel, dass der globale Treibhausgasausstoß bis 2050 (in einer saldierten Betrachtung) auf null sinkt. Das Szenario heißt kurz NZE – Net Zero Emissions. Erreichbar wäre dieser Status den Berechnungen zufolge nur bei einem substanziellen Rückgang der Ölförderung um 75%. Eine konservativere Modellierung der IEA berücksichtigt indes lediglich die bislang von den Regierungen verabschiedeten Maßnahmen zur Reduzierung der CO₂- und Methanemissionen, aber keine darüberhinausgehenden Bemühungen (Szenario APS – Announced Pledges Scenario). Hier stünde ein Rückgang der Rohölproduktion um 14% zu Buche. Einzig in dem am wenigsten ambitionierten Szenario, in welchem die politischen Lenker keine weiteren Schritte mehr veranlassen (Szenario STEPS – Stated Policies Scenario), würde das Rohöl in einem steigenden Maße sprudeln (plus 16%). Die Nachfrage nach Erdgas dürfte sich insgesamt robuster präsentieren, da der Energieträger bei der Verbrennung vergleichsweise wenig CO₂ verursacht und damit sozusagen als Übergangsrohstoff in ein kohlenstofffreies Zeitalter gesehen wird. Aber auch hier rechnet die IEA bis 2050 mit Absatzrückgängen (NZE: minus 56%; APS: minus 4%; STEPS: plus 26%).

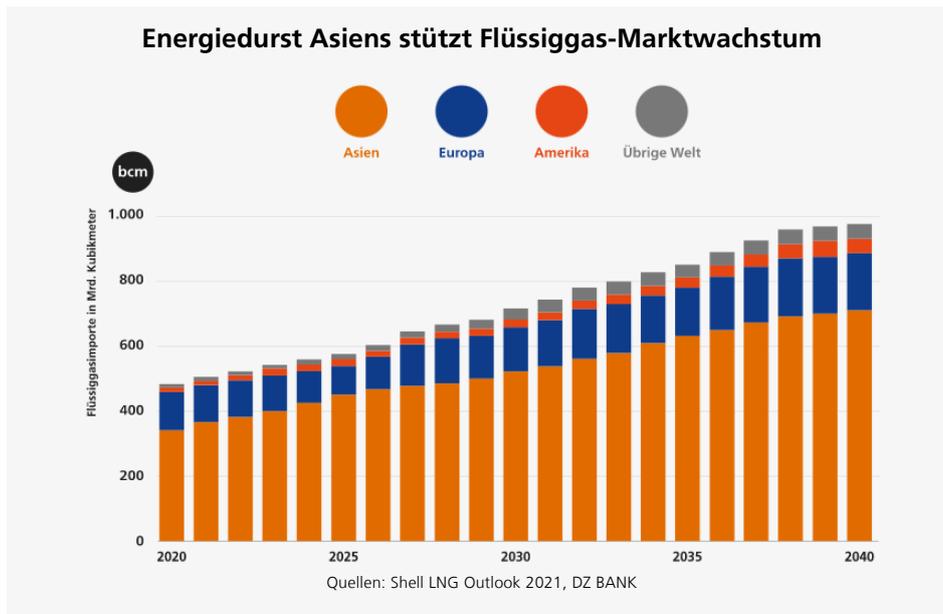


Ölportfolien werden kleiner, aber „feiner“

Damit steht die Öl- und Gasbranche vor der Herausforderung, die Produktionsmengen an einem rückläufigen Nachfragepfad auszurichten. Da Autos mit Verbrennungsmotoren aber noch einige Jahre das Straßenbild prägen und Öl- sowie Gasheizungen erst schrittweise zum Beispiel mit Wärmepumpen ersetzt werden dürften, muss die Branche zunächst weiterhin neue Felder erschließen oder zumindest die „Ausbeute“ bereits erschlossener Quellen erhöhen. Denn ein abrupter Investitionsstopp würde einen sofortigen natürlichen Produktionsrückgang bewirken und die Versorgung gefährden. Nichtsdestotrotz haben die meisten global agierenden Ölkonzerne die alten Wachstumspläne ad acta gelegt und verfolgen nun sogenannte „Value-over-Volume-Strategien“. Hochrentable Ölfelder mit sehr niedrigen Förderstückkosten werden weiterhin entwickelt, wohingegen alte Produktionseinheiten zum Verkauf stehen. So sollen die Wettbewerbsfähigkeit gestärkt und die Anteile am schrumpfenden Rohölmarkt abgesichert werden.

Globaler Gashandel als Chance

Wachstumspotenzial sieht die Branche hingegen am Flüssiggasmarkt. Da Erdgas in seiner natürlich vorkommenden Form wirtschaftlich nur durch unflexible Pipelines über Ländergrenzen hinweg transportierbar ist, sind die Gasmärkte stärker fragmentiert und weisen folglich regional divergierende Preisdynamiken auf. Unternehmen wie Shell, TotalEnergies und ExxonMobil nutzen diese Unterschiede, indem sie Erdgas durch starkes Herabkühlen (auf unter minus 160° C) komprimieren und dann verflüssigt als „LNG“ (Liquefied Natural Gas) verschiffen. Die Flüssiggasflotten können dann in die Regionen mit den höchsten Zahlungsbereitschaften dirigiert werden. Besonders deutlich werden die Vorteile des LNG-Handels vor dem Hintergrund der jüngst stark gestiegenen Gaspreise in Europa. Die seitens der europäischen Abnehmer vielfach geäußerte Absicht, die Abhängigkeit vom russischen Pipeline-Gas reduzieren zu wollen, dürfte zusätzliche Wachstumsimpulse für den Flüssiggasmarkt bereithalten.



Erschließung neuer Absatzmärkte benötigt Zeit

Wegen der rückläufigen Nachfrage nach fossilen Brennstoffen dürften die Cashflows der Petroindustrie über kurz oder lang aber unausweichlich abschmelzen. Um nicht zum Abwicklungsfall zu werden, wird sich die Branche also alternative Ertragsquellen mit günstigeren CO₂-Fußabdrücken erschließen müssen. Die europäischen Unternehmen haben sich daher auf eine Transformationsreise begeben, bei welcher die Erlöse aus dem Verkauf fossiler Brennstoffe sukzessive mit sauberen Energieträgern substituiert werden sollen. Zu künftigen Betätigungsfeldern werden die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien, die Produktion von Wasserstoff und von Biokraftstoffen, die Versorgung privater Haushalte mit Strom und Gas sowie Dienstleistungen im Bereich der Elektromobilität.

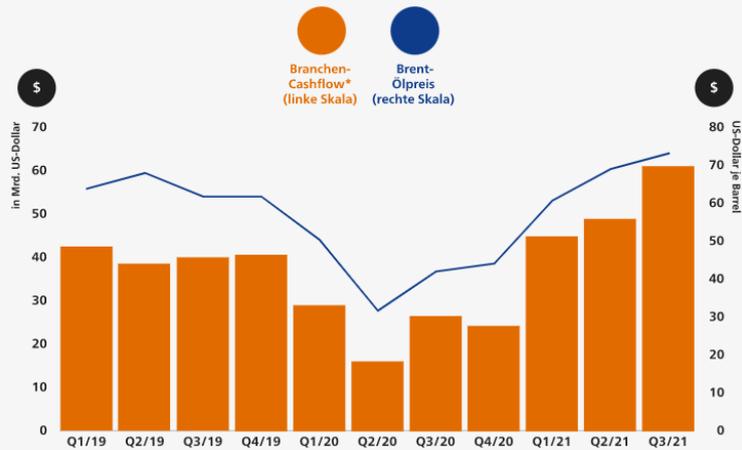
Die notwendigen Umbauarbeiten werden sich nach unserem Dafürhalten nicht nur über mehrere Dekaden erstrecken, sondern in unterschiedlichen Phasen ablaufen. So tummeln sich die großen europäischen Spieler bereits heute am Markt für erneuerbare Energien und treten dabei mit äußerst ambitionierten Ausbauzielen in direkte Konkurrenz mit den „klassischen“ Versorgern. Auch die Herstellung von Biokraftstoffen neuerer Generation hat die Marktreife erlangt, beispielsweise HVO (Hydrogenated Vegetable Oils – hydrierte Pflanzenöle) und SAF (Sustainable Aviation Fuels – nachhaltige Flugkraftstoffe). Konzerne wie TotalEnergies und Eni haben alte Verarbeitungsanlagen in Bioraffinerien umgerüstet, die ExxonMobil-Tochter Imperial Oil sowie Shell planen neue Standorte in Kanada und den Niederlanden. Nicht zuletzt beabsichtigen die Unternehmen, am Trend der E-Mobilität zu partizipieren, und rollen ein Netz von Ladestationen für batterieelektrische Automobile aus.

Der Aufbau einer Wasserstoffwirtschaft steckt indes noch in den Kinderschuhen. Zwar installieren Shell und BP an eigenen Raffineriestandorten Elektrolyseure, um die Eigenbedarfe künftig mit grünem, also mittels erneuerbaren Energien erzeugten Wasserstoff decken zu können. Allerdings dürfte der sauber verbrennende Energieträger angesichts der vorerst noch sehr hohen Kosten auf breiter Front erst in einigen Jahren eingesetzt werden. Dennoch schmiedet die Branche bereits heute sehr konkrete Pläne, wie ganze Industrie-Cluster – einen freundlichen Regulierungsrahmen vorausgesetzt – mithilfe von Wasserstoff dekarbonisiert werden könnten. Neben der Produktion von grünem Wasserstoff wird überdies blauem Wasserstoff eine hohe Bedeutung beigemessen: Das bei der Dampfreformierung von Erdgas entstehende CO₂ wird hierbei im sogenannten CCS-Verfahren (Carbon Capture and Storage) abgeschieden und schließlich unterirdisch endgelagert. Für die Öl- und Gasförderer ist dies kein gänzlich unbekanntes Terrain, kann doch auf die vorhandene Offshore-Expertise zurückgegriffen und das abgeschiedene Kohlenstoffdioxid über bestehende Pipelines in ausgebeutete Gasfelder gepumpt werden.

Sofortiges Umsteuern dürfte sich langfristig auszahlen

Die Expansion in die neuen Geschäftsfelder ist kostspielig. Den erforderlichen Investitionen stehen dabei zunächst nur unbedeutende Gewinne entgegen, sodass das notwendige Wachstum in den meisten Fällen konzernintern querfinanziert werden muss. Hier kommt den Unternehmen zupass, dass das altgediente Brennstoffgeschäft derzeit Milliarden-Cashflows abwirft und damit ausreichend Mittel für den Umbau zur Verfügung stellt. Daher stehen die Chancen gut, dass die Öl- und Gaskonzerne, die jetzt die Weichen für eine kohlenstoffarme Zukunft stellen, nicht nur die Herausforderungen des Klimawandels meistern werden, sondern die Energiewende aktiv mitgestalten und deren Potenziale heben können.

Sprudelnde Cashflows ermöglichen Finanzierung der Energiewende



* Kumulierter operativer Cashflow (vor Veränderungen des Nettobetriebsvermögens) von bp, Eni, Equinor, ExxonMobil, OMV, Repsol, Shell, TotalEnergies und Wintershall Dea

Quellen: Unternehmensberichte, Bloomberg, DZ BANK



MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & Thorsten Wenzel, Analysten

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

DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

Autor: Christian Kahler, 9. März 2022

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:

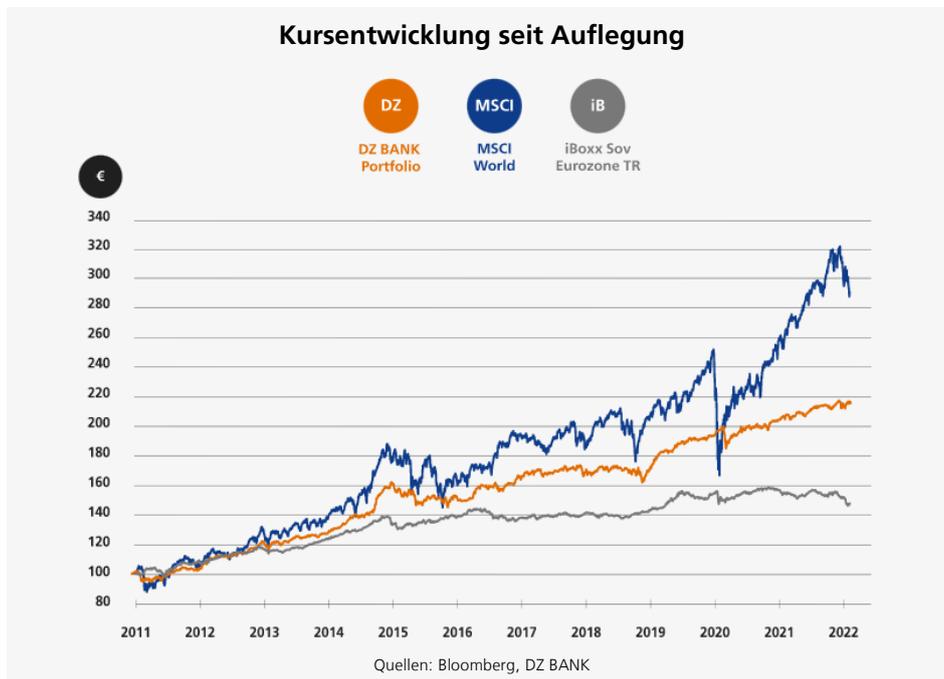
Im ersten Schritt werden sämtliche Ergebnisse der verschiedenen Researchabteilungen zusammengeführt. Aus den daraus resultierenden Erkenntnissen zur volkswirtschaftlichen Entwicklung sowie zu den Renten-, Aktien- und Rohstoffmärkten wird dann eine anlageklassenübergreifende Einschätzung erarbeitet. Im 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.

Für das Gesamtjahr 2021 erreichte das virtuelle DZ BANK Musterportfolio eine sehr gute Performance von plus 5,1%, die über dem Zielkorridor von plus 4% bis plus 5% lag. Indes verlief das bisherige Anlagejahr 2022 volatil. Die Wirtschaftserholung wird überschattet von dem Krieg in der Ukraine, der globalen Zinswende sowie der immer noch andauernden Corona-Pandemie. Konjunkturrisiken durch Inflation und Lieferkettenprobleme bleiben zentrale Themen.

Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Eurozone könnte die Inflationsrate in diesem Jahr auf einem deutlich erhöhten Niveau bleiben. Die US-Notenbank Fed nimmt den Kampf gegen den Preisdruck auf und sollte in diesem Jahr sechsmal die Leitzinsen anheben. Dagegen dürfte die Europäische Zentralbank trotz der hohen Inflationsrate wohl nur eine kleine Anhebung des Einlagensatzes zum Jahresende beschließen.

Gegenüber der letzten Friedrich-Ausgabe im Dezember 2021 haben wir unser virtuelles DZ BANK Musterportfolio unverändert belassen, sodass es sich per 31. Januar 2022 wie folgt zusammensetzte: Die Aktienquote betrug 41,7% (DAX: 12,9%, Nasdaq 100: 7,7%, Emerging-Markets-Aktien: 5,8%, Euro Small Caps: 4,9%, Banken Europa: 5,2% und Energietitel Europa: 5,2%) und der Anteil an Anleihen 24,8% (europäische Unternehmensanleihen: 14,3% und Euro High Yields: 10,5%); die restlichen 33,4% entfielen auf die Kasse.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 9. März 2022

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

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

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

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

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

Zum 9. März 2022 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Adidas	30.12.2021	15	253,20	184,94	-27,0%
Covestro	30.12.2021	73	54,20	41,96	-22,6%
Deutsche Post	30.12.2021	70	56,54	39,77	-29,7%
Deutsche Telekom	30.12.2021	245	16,30	15,10	-7,4%
Porsche SE VzA	25.02.2022	40	91,40	67,50	-26,1%
RWE StA	30.12.2021	111	35,72	34,79	-2,6%
ABB	30.12.2021	118	33,71	29,073	-13,8%
Adobe Systems	30.12.2021	8	505,30	390,50	-22,7%
Amazon.com	30.12.2021	2	2.990,00	2.502,00	-16,3%
Applied Materials	30.12.2021	28	142,30	110,48	-22,2% (inkl. Dividende)
ASML	28.01.2022	7	566,10	517,00	-8,7%
BT Group	30.12.2021	2.040	1,96	1,98	+1,0%
ENI	04.02.2022	278	13,48	13,67	+1,4%
General Motors	30.12.2021	79	50,52	36,82	-27,1%
JPMorgan Chase & Co.	30.12.2021	28	140,08	117,84	-15,2% (inkl. Dividende)
Kering	30.12.2021	5	707,80	535,20	-23,9% (inkl. Dividende)
Merck & Co.	24.02.2022	54	65,55	70,75	+7,9%
Microsoft	30.12.2021	13	302,35	248,60	-17,6% (inkl. Dividende)
Reckitt Benckiser Group	30.12.2021	52	76,10	67,00	-12,0%
Saint-Gobain	30.12.2021	64	61,93	50,46	-18,5%
Schneider Electric	30.12.2021	23	172,84	134,04	-22,4%
TotalEnergies	30.12.2021	89	44,90	45,74	+3,3% (inkl. Dividende)
Vodafone Group	26.01.2022	2.542	1,49	1,44	-3,4%

Stand: 9. März 2022, Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 8. März 2022 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 144,8% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (65,0%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (82,1%), aber schlechter als der MSCI World Total Return in Euro (209,8%). Im laufenden Jahr 2022 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertverlust von 16,0% verbucht und damit etwas besser performed als der DAX (minus 19,2%), aber schlechter als der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 10,9%) sowie der MSCI World Total Return (in Euro) mit minus 9,7%. 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.

DZ BANK Aktienideen Global – Kursentwicklung seit Auflage



Hinweise

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

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



WUSSTEN SIE SCHON?

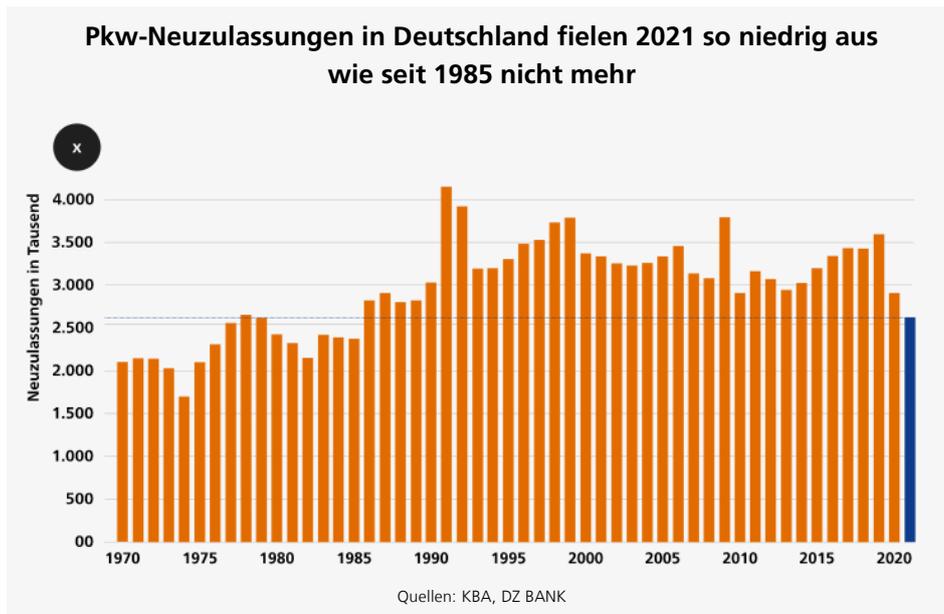
Dr. Claus Niegsch, Economist

Nach dem Dieselskandal im Jahr 2015 ist die Automobilbranche weltweit von einem Beben erschüttert worden, das noch in den nächsten Jahren spürbar sein wird. Die Branche, die immer in mehrjährigen Modellzyklen gedacht hatte, durchlebt einen rasanten Wandel hin zur Elektromobilität, der nicht weniger als eine Revolution darstellt.

Noch in den ersten Jahren nach 2015 konnte der Ottomotor von der rapide gesunkenen Nachfrage nach Dieselfahrzeugen profitieren. Heute richtet sich das Augenmerk der Kunden angesichts der Herausforderung des Klimawandels zunehmend auf alternative Antriebstechnologien. Dabei spielen von Erdgas oder Flüssiggas betriebene Pkw aber weiterhin nur eine sehr untergeordnete Rolle. Der Trend geht vielmehr zu Hybriden und reinen Elektroautos, den sogenannten Battery Electric Vehicles (BEV). Zuletzt hat die staatliche Förderung von Plug-in-Hybriden und Elektroautos diese Entwicklung nochmals stark beschleunigt.

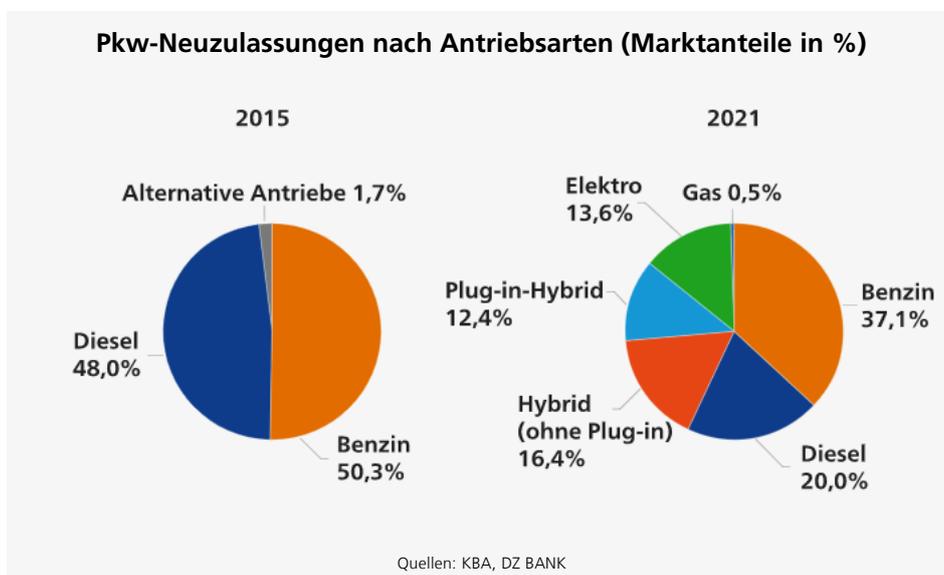
Pkw-Neuzulassungen brachen 2021 ein

Nachdem bereits 2020 ein sehr schwaches Jahr für den deutschen Automarkt gewesen war, gaben die Pkw-Neuzulassungen 2021 sogar nochmals um 10% nach. Damit wurden im vergangenen Jahr in Deutschland nur noch rund 2,6 Millionen Pkw neu zugelassen, so wenig wie seit dem Jahr 1985 nicht mehr. Hauptursache für die schwache Entwicklung im vergangenen Jahr war dagegen weniger eine ausgebliebene Nachfrage, sondern die anhaltenden Lieferengpässe bei Halbleitern.



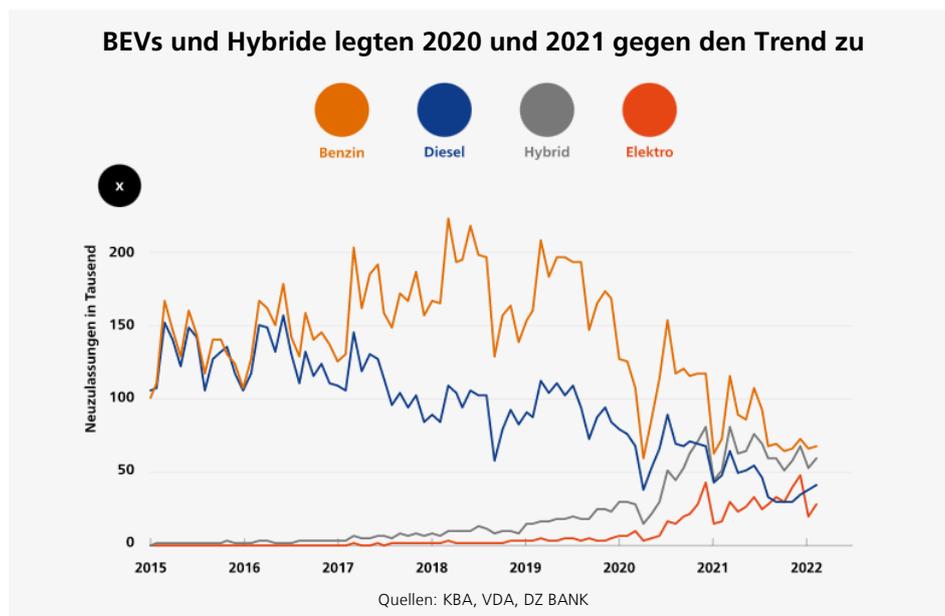
Obwohl der hiesige Automobilmarkt im Jahr 2021 insgesamt also überaus schlecht lief, galt das keineswegs für alle Teilbereiche gleichermaßen. So stieg etwa die Nachfrage nach Hybrid-Fahrzeugen insgesamt um 43% (darunter Plug-in-Hybride: plus 62,3%). Bei den reinen Elektro-Pkw betrug der Zuwachs sogar 83,3%. Damit ergeben sich für 2021 folgende Marktanteile – jeweils mit steigender Tendenz: Während Pkw mit reinem Elektroantrieb auf 13,6% kommen, erreichen Plug-in Hybride zusammen mit Mild-Hybriden, in denen der Elektromotor nur der Unterstützung des Verbrenners dient und deren Batterie sich nicht an der Steckdose aufladen lässt, immerhin 28,8%.

Die Bedeutung der klassischen Antriebe schrumpfte dagegen weiter. Benzinbetriebene Pkw waren zwar nach wie vor am meisten nachgefragt: Sie machten im Gesamtjahr 2021 noch einen Anteil von 37,1% aus. Beim Diesel waren es lediglich noch 20%. Vor gerade einmal sieben Jahren betrug der Marktanteil des Dieselantriebs an den gesamten Neuzulassungen noch 48%. Mit 51,7% war damals sogar mehr als jedes zweite in Deutschland neu zugelassene Auto ein Benziner.



Staatliche Förderung macht's möglich

Der Siegeszug der Elektromobilität beschleunigte sich in der Corona-Krise. Zu einem deutlichen Anteil haben dafür aber sicherlich auch der Umweltbonus und die Innovationsprämie gesorgt. Dadurch wurden die eigentlich deutlich teureren Anschaffungskosten der alternativen Antriebe für die Kunden auf ein eher mit den Benzin- und Dieselmotoren vergleichbares Preisniveau gebracht.



Fast ebenso wichtig wie die hohe Nachfrage nach Elektromobilität ist für die Hersteller, dass Hybride und reine Elektroautos teurer als vergleichbare Modelle mit herkömmlichem Antrieb verkauft werden können und sich mit ihnen dementsprechend eine höhere Marge erzielen lässt. Zudem hatten die Hersteller ein Interesse daran, den Absatz ihrer margenstarken Fahrzeuge zumindest stabil zu halten und mit den verfügbaren Halbleitern insbesondere teure Fahrzeuge zu produzieren.

Ein wesentlicher Grund dafür, dass die Hersteller sich abgesehen von den Lieferengpässen trotz der eingebrochenen Neuzulassungszahlen derzeit keine großen Sorgen um die Zukunft machen müssen, liegt in den Auftragseingängen: Diese entwickeln sich seit etwa eineinhalb Jahren wesentlich besser als die Produktion. Die Lieferengpässe bei Halbleitern und die dementsprechend notgedrungen zurückgefahrte Produktionstätigkeit haben sich also nicht negativ auf die Nachfrage nach Pkw ausgewirkt. Stattdessen ist das Auftragspolster der Hersteller ebenso stark gewachsen wie die Lieferzeiten.

Tiefpunkt überwunden

Für die Unternehmen bedeutet die Entwicklung des vergangenen Jahres letztendlich, dass die Lieferengpässe zwar das Absatzpotenzial stark eingeschränkt hatten. Der Umsatz ist aber deswegen nicht wirklich weggebrochen, sondern kann zu einem späteren Zeitpunkt noch realisiert werden. Allerdings dürften sich die Lieferengpässe angesichts der hochansteckenden Omikron-Variante nur langsam auflösen und der Branche noch weit in dieses Jahr hinein erhalten bleiben, zumal wegen des Ukraine-Kriegs fehlende Kabelbäume bereits für erste Produktionsstillstände sorgen. Dennoch sollte der Tiefpunkt auf dem deutschen Automarkt 2021 erreicht worden sein. Schließlich dürfte der Boom bei Plug-in-Hybriden und reinen Elektroautos, aber auch bei den sogenannten Mild-Hybriden weiter anhalten.



Der Energiepreisschock

Wie Angebot, Nachfrage und Geopolitik Preisspitzen verursachen

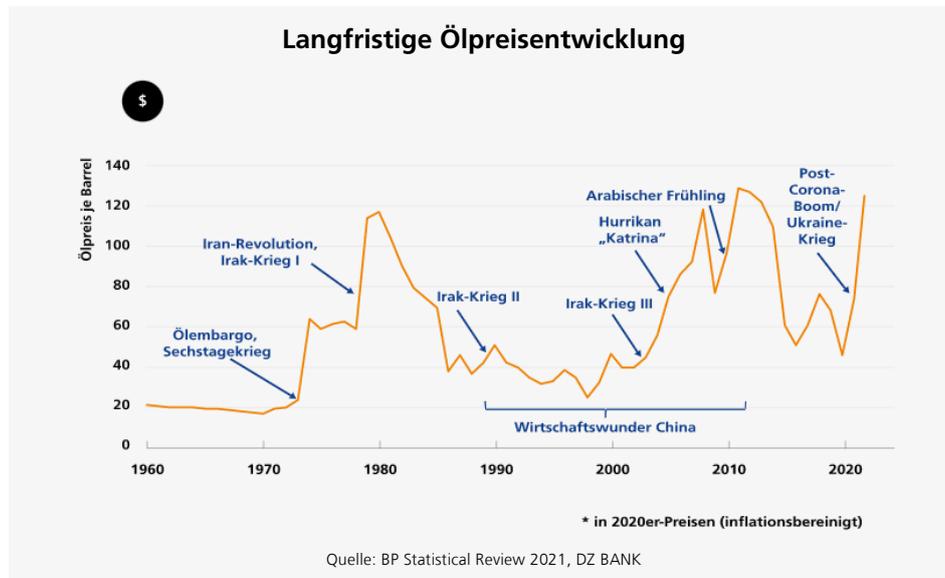
WAS IST EIGENTLICH?

Gabor Vogel, Analyst

Preise für Öl, Gas und Kohle sind seit ihrem „Corona-Tief“ im Frühjahr 2020 dank einer starken Nachfragerholung wieder kräftig gestiegen. Gleichzeitig ist das Angebot knapp. Und zuletzt sorgten noch geopolitische Spannungen für einen Risikoaufschlag bei Energieträgern. Erleben wir also einen Energiepreisschock wie in den Ölpreiskrisen der 1970er-Jahre?

Energiekrisen, auch Energiepreisschocks genannt, bilden sich im Allgemeinen dann, wenn absolut mehr Energie nachgefragt als angeboten wird und eine Knappheit entsteht. Dies geschieht dann, wenn es entweder zu Angebotsschocks (*Ölpreiskrisen 1973 und 1979*) oder Nachfrageschocks (*Chinas Wirtschaftswunder, Post-Corona-Boom*) kommt. Nachfrageschocks treffen meistens auf eine unvorbereitete Angebotsseite, weil zum Beispiel Investitionen zu gering waren. Als Folge einer Energiekrise schmelzen die Lagerbestände zügig ab und die Preisspitzen fallen entsprechend größer aus.

Die aktuelle Situation ist eine Kombination aus beidem und als hybrid zu bezeichnen. Auf der einen Seite erholte sich die Nachfrage bei Öl und Gas nach dem Corona-Schock im Frühjahr 2020 schneller als gedacht. Für einen zusätzlichen Dynamikgewinn der Nachfrage nach fossilen Brennstoffen sorgen Sonderfaktoren, wie eine geringere Stromerzeugung aus erneuerbaren Energieträgern. Auf der anderen Seite hält das erweiterte Rohölkartell OPEC+ noch Angebot zurück. Im Fortgang des Krieges in der Ukraine ist zudem damit zu rechnen, dass die russischen Ausfuhren fallen werden, weil die USA bereits ein Ölembargo verhängt haben. Bei Gas ist die Situation in Europa noch wesentlich kritischer, weil Europa etwa die Hälfte seines Erdgases aus Russland bezieht. Zusätzlich führen abgeschmolzene Lagerbestände zu einer Vervielfachung des europäischen Erdgaspreises. Bisher handelte es sich bei Erdgas um eine Preiskrise. Wegen drohenden Sanktionen und Lieferschwierigkeiten können aber Engpässe entstehen, da die Angebotsseite noch unzureichend diversifiziert ist. Zusätzlich an Brisanz gewinnt die aktuelle Lage wegen gestiegener geopolitischer Spannungen rund um den Krieg in der Ukraine.



Ein Blick in die Historie von Rohöl

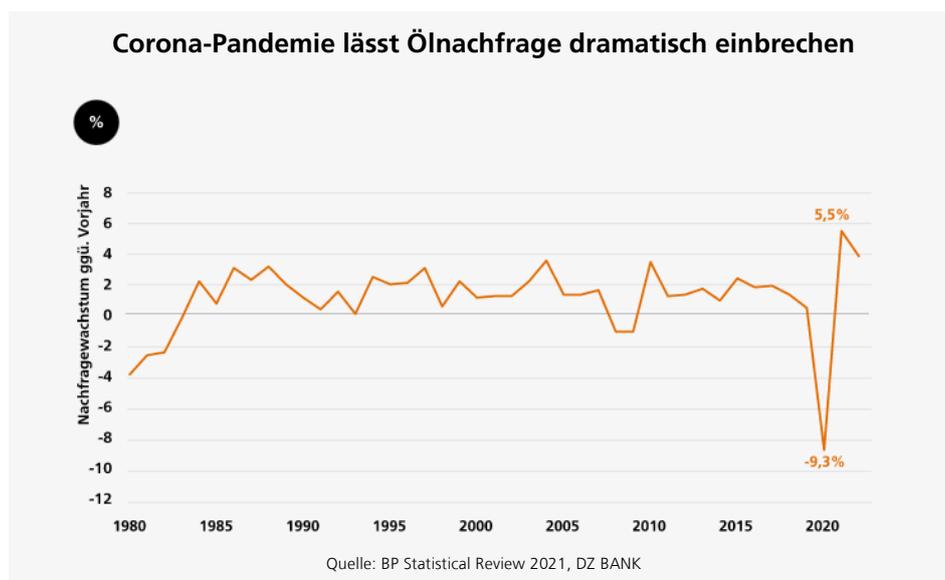
Ursächlich für die beiden Ölpreiskrisen 1973 und 1979 waren jeweils Angebotsschocks (geo-)politischen Ursprungs. Im Oktober 1973 haben die arabischen Länder der OPEC die Ölproduktion signifikant reduziert, um politischen Druck auf Israel auszuüben. Ziel der OPEC war es, dass Israel die im Sechstagekrieg eroberten Gebiete wieder abgibt. Da die USA aber weiterhin Öl an das israelische Militär lieferten, wurde schließlich ein Ölembargo für die USA verhängt, das später auf andere westliche Länder erweitert wurde. In den USA sanken die Öleinfuhren 1973/74 daraufhin sehr stark und der Ölpreis hat sich binnen vier Monaten mehr als vervierfacht.

1979/80 kam es zu einem erneuten Ölpreisschock – verursacht durch Förderausfälle, Unsicherheiten nach der islamischen Revolution im Iran und dem ersten Golfkrieg. Die iranische Revolution begann Anfang 1978 und endete ein Jahr später, als die königliche Herrschaft von Schah Mohammad Reza Pahlavi zusammenbrach und Scheich Khomeini als Großayatollah die Kontrolle über die islamische Republik übernahm. Die weltweite Ölproduktion fiel um etwa 7%, wobei auch die Nachfrage Ende der 1970er-Jahre weltweit robust war. Wegen der geopolitischen Unsicherheiten verdoppelte sich der Ölpreis innerhalb von zwölf Monaten. Auch während des zweiten und dritten Irakkriegs kam es zu erhöhten Unsicherheiten, allerdings blieb ein ausgewachsener Angebotsschock aus.

Die beschriebenen Angebotsschocks haben sich sehr zügig auf das Preisniveau ausgewirkt, da der „Angebots-Flow“ abrupt abbricht. Bei einem Nachfrageschock hingegen steigt der Ölpreis kontinuierlich an. Es nimmt eine längere Zeit in Anspruch, bis der Ölmarkt realisiert, dass das bestehende Angebot nicht ausreicht, um den Energiehunger dauerhaft zu sättigen. Prominentestes Beispiel für einen Nachfrageschock ist das chinesische Wirtschaftswunder. In den 1990er- und 2000er-Jahren stieg China zu einer wirtschaftlichen Supermacht auf. Das Wachstum der Ölnachfrage im Reich der Mitte überstieg das in anderen Ländern bei Weitem und traf die Angebotsseite völlig unvorbereitet. Ein Flaschenhals in der Ölversorgung entstand. Als Folge stieg der Ölpreis über einen längeren Zeitraum bis zur globalen Finanzkrise 2008 deutlich. Allerdings darf nicht vergessen werden, dass sich der gesamte Rohstoffmarkt damals in einem breiten Superzyklus befand.

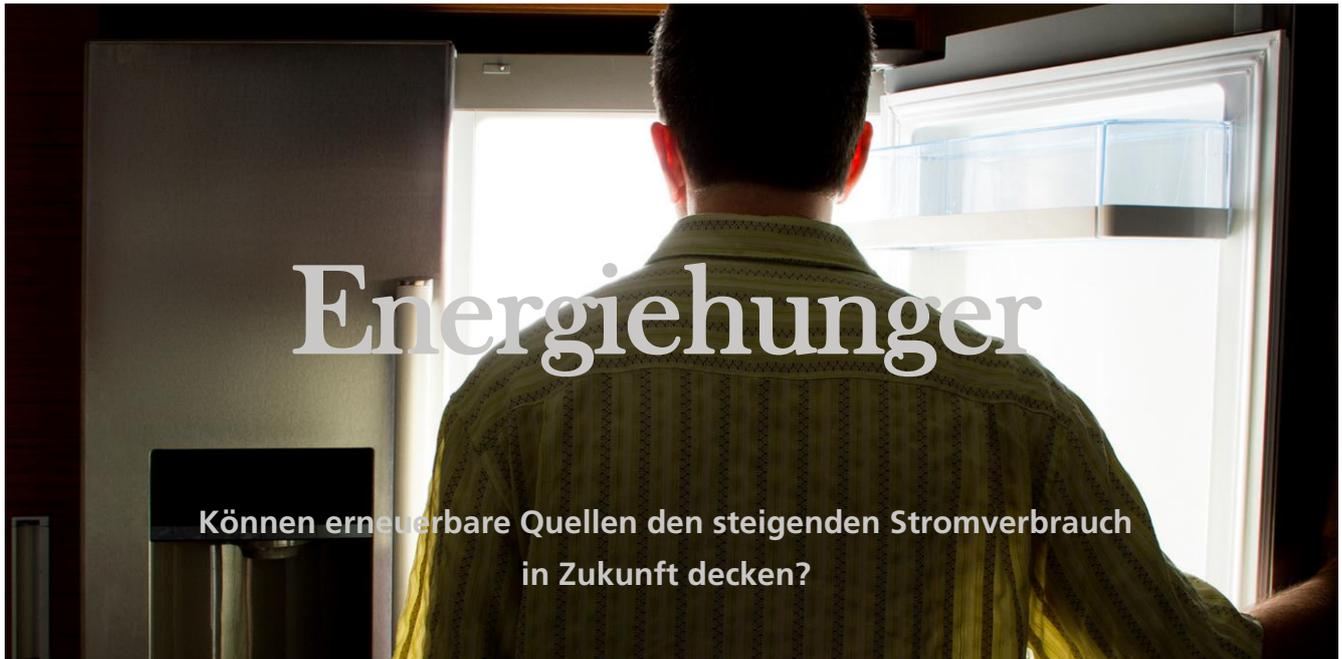
Einordnung der aktuellen Lage

Die Treibstoff- und Energiepreise sind extrem stark gestiegen. Allerdings hat die Corona-Pandemie den Energiemarkt verzerrt, da die weltweite Nachfrage 2020 in einem nie da gewesenen Umfang eingebrochen ist. Zeitweise rutschte der US-Ölpreis sogar in den negativen Bereich. Zwar hat sich der Ölpreis der Sorte Brent im Zuge des Post-Corona-Booms („Nachholeffekte“) von seinem Tief bei gut 19 US-Dollar fast versechsfacht, jedoch sollte der Corona-Effekt vernünftigerweise insgesamt bereinigt werden. Es scheint also sinnvoller, Jahresdurchschnittspreise von 2019 mit den aktuellen Preisen zu vergleichen. So lag der Ölpreis 2020 durchschnittlich bei 64 US-Dollar. Auf Basis des aktuellen Ölpreises von über 120 US-Dollar ergibt sich in etwa eine Verdopplung des Preises, was in jedem Fall mit der zweiten Ölkrise zu vergleichen ist, weil derzeit ähnliche Versorgungsängste herrschen wie damals. Besonders unterschätzt wurde die rasante Nachfrageerholung bei Erdgas in Europa. Die Verknappung wird zusätzlich verschärft durch den Krieg in der Ukraine, weil es noch an alternativen Liefermöglichkeiten mangelt. Welche Auswirkungen der Kriegsausbruch und die Sanktionen auf die Importmengen haben, bleibt abzuwarten. Fest steht: Im bisherigen Jahresverlauf erklomm der Erdgaspreis ein Allzeithoch bei 227 Euro (auf Tagesschlusskursbasis) je Megawattstunde. In einem ausreichend versorgten Gasmarkt sind gut 20 Euro je Megawattstunde normal. Man kann hier von einer Preisexplosion und Krise sprechen. Selbst wenn sich der Gaspreis wegen einer saisonal rückläufigen Nachfrage über den Sommer wieder reduzieren würde, wäre das Preisniveau immer noch sehr hoch.



Nur ein Preisschock ...

Der Russland-Ukraine-Krieg bestimmt mit ungewissem Ausgang die aktuelle Lage bei Rohöl. Bei Preisen oberhalb von 120 US-Dollar können aber andere Anbieter bei Wegfall des russischen Öls einspringen, wie beispielsweise Saudi-Arabien, die Vereinten Arabischen Emirate oder der Iran bei einer Neuauflage des Atomdeals. Es handelt sich aber um einen Preisschock, und nicht um eine Versorgungskrise. Denn: Eigentlich wäre global genug Rohöl vorhanden! Auch der Knappheitsgrad bei Rohöl wird sich zum Jahresende 2022 wieder abbauen, zumal die steigenden Konjunkturrisiken auch die Nachfragedynamik dämpfen. Preise von deutlich unter 100 US-Dollar sind zunächst passé. Bei Erdgas ist die Diversifikation der Angebotsseite schwieriger, hier kann es auch zu Versorgungsengpässen kommen. Eine Rationierung von Erdgas in der Industrie und bei den Privathaushalten ist im nächsten Winter zumindest denkbar. Denn: LNG-Terminals, Wind- und Solaranlagen bauen sich nicht über Nacht. Damit rücken die von Europa gewohnten Gaspreise in weite Ferne. Die Preisschocks bei Gas und Öl werden sich erst wieder entspannen, wenn die Waffen schweigen und ein neuer Status quo ausgehandelt wird – wie der dann aussehen wird und wann er erreicht ist, kann heute keiner sagen.



Energiehunger

Können erneuerbare Quellen den steigenden Stromverbrauch
in Zukunft decken?

THINK-TANK

Michael Stappel, Economist & Julian Geib, Research-Assistent

Bis Ende des Jahres werden die letzten drei Atomkraftwerke in Deutschland abgeschaltet und auch für den Ausstieg aus der Kohle gibt es einen festen Fahrplan. Gleichzeitig sollen vor allem Windkraft und Photovoltaik ausgebaut werden. Doch wird das schnell genug vorangehen? Wie sicher ist die Stromversorgung, wenn wir vor allem von schwankungsanfälligen erneuerbaren Energien abhängen?

2022 wird voraussichtlich das letzte Jahr sein, in dem Deutschland Strom aus Atomenergie produziert. Die letzten Meiler, die immerhin noch für 6% der deutschen Stromproduktion verantwortlich sind, sollen Ende des Jahres abgeschaltet werden. Dadurch fallen etwa 4,2 Gigawatt (GW) an Stromerzeugungskapazitäten weg, die dann von anderen Energiequellen übernommen werden müssen. Allein die Kompensation eines Atomkraftwerkes erfordert mehr als 1.000 Windkraftanlagen, wobei im Jahr 2021 nur 484 Anlagen neu installiert wurden. Auch der Ausbau von Photovoltaikanlagen verlor in den letzten Jahren an Dynamik. Neben dem Atomausstieg soll in Deutschland zusätzlich bis 2038 die Kohleverstromung in mehreren Schritten auf null reduziert werden.

Klimaschutz versus Versorgungssicherheit

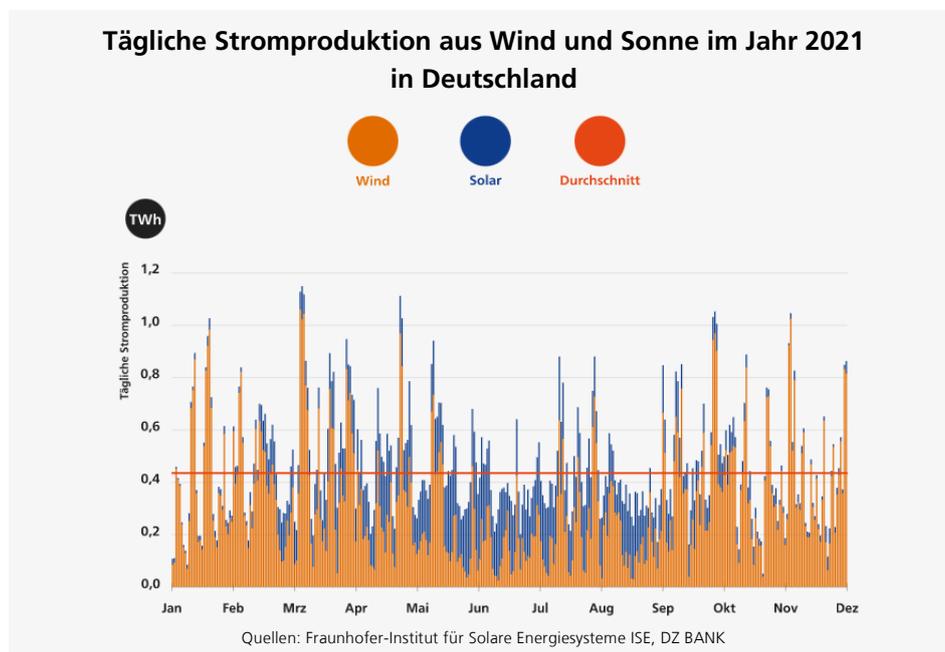
Sicherlich werden die Lichter in Deutschland nicht ausgehen, wenn das letzte Atomkraftwerk abgeschaltet ist. Die Versorgungssicherheit ist durch ausreichende Reservekapazitäten bei Kohle- und Gaskraftwerken zunächst gewährleistet. Doch da die Erneuerbaren die Lücke mit ihrer jetzigen Ausbaugeschwindigkeit nicht sofort schließen können, ist es realistisch, dass entstehende Defizite zunächst hauptsächlich über eine höhere Auslastung der Kohlekraftwerke abgefangen werden. Dadurch steigt der CO₂-Ausstoß vorübergehend wieder an, was erst einmal ein Rückschritt in Bezug auf die ambitionierten Klimaziele ist. Basierend auf den aktuellen Zahlen aus 2021 lautet die Realität: Kohle ist in Sachen Stromproduktion der wichtigste Energieträger mit einem Gesamtanteil von etwa 28%. Doch die Kapazitäten sollen kontinuierlich in mehreren Schritten zurückgefahren werden: von 30 GW in diesem Jahr über 17 GW bis 2030 auf schließlich null bis 2038. Dabei sieht die Bundesregierung für 2032 eine Überprüfung vor, ob der Komplettausstieg aus der Kohle nicht sogar auf 2035 vorgezogen werden kann. Dazu muss der Anteil erneuerbarer Energien in den nächsten Jahren allerdings stark ansteigen.

Ambitionierte Pläne der Bundesregierung

Damit das im Koalitionsvertrag festgeschriebene Ziel von 80% erneuerbarer Energien bis 2030 erreicht werden kann und die Emissionsziele wieder greifbar werden, plant die Bundesregierung einen massiven Ausbau der Wind- und Solarkraftanlagen. Dafür sollen Planungs- und Genehmigungsverfahren für Windkraftanlagen erheblich beschleunigt und Dachflächen vermehrt für Photovoltaikanlagen genutzt werden. Unter anderem durch eine Photovoltaikpflicht für gewerbliche Neubauten soll die kumulierte Solarkapazität von aktuell rund 59 GW bis 2030 auf 200 GW erhöht werden. Bei Windkraft soll speziell die Kapazität an Offshore-Anlagen auf 30 GW ausgebaut werden, da die Windgeschwindigkeiten auf See konstant höher sind. Auch nach 2030 soll der Ausbau weiter vorangetrieben werden, um bis 2045 Klimaneutralität realisieren zu können.

Große Herausforderungen in der Energiewende

Gleichzeitig zur Umstellung auf Erneuerbare nimmt allerdings auch der Strombedarf zu: Nach aktuellen Schätzungen ist ein Anstieg von 565 TWh im Jahr 2021 auf bis zu 700 TWh im Jahr 2030 zu befürchten. Wesentliche Treiber dieser Entwicklung sind der Trend zur E-Mobilität, die verstärkte Nutzung von Wärmepumpen für Heizzwecke, die fortschreitende Digitalisierung und die Elektrolyse von grünem Wasserstoff. Der Ausbau erneuerbarer Energien muss also mit einem steigenden Energiehunger Schritt halten, um Versorgungsengpässe zu vermeiden. Ein weiteres Problem resultiert aus der Wind- und Solarenergie an sich: Im Gegensatz zu Atom- und Kohlekraftwerken sind diese nur bedingt grundlastfähig, da die Energieerzeugung stark von äußeren Faktoren wie Windstärke und Sonnenscheindauer abhängt. So zeigt eine Auswertung der Stromerzeugung durch Wind- und Solaranlagen im Jahr 2021, dass an immerhin 32 Tagen die Stromerzeugung unter die Hälfte des durchschnittlichen Volumens von 0,44 TWh pro Tag fiel. Insbesondere wenn mehrere Tage mit wenig Sonne und Wind – sogenannte Dunkelflauten – aufeinander folgen, drohen Engpässe.



Neben Dunkelflauten könnten nach der Energiewende zusätzlich längere Kälteperioden im Winter die Stromversorgung gefährden. Vor allem bei den zunehmend beliebten Luft-Wärmepumpen besteht die Gefahr, dass sie der Außenluft bei Minustemperaturen kaum noch Energie für Heizzwecke entnehmen können und so direkt mit Strom beheizt werden müsste. Das lässt den Stromverbrauch in die Höhe schießen. Wenn längere Kälteperioden dann noch mit wenig Wind und geringer Sonnenscheindauer einhergehen, drohen massive Stromversorgungsengpässe.

Strategien zur Sicherung der Stromversorgung

Um diese durch den Atom- und Kohleausstieg entstehenden Lücken zu schließen, bedarf es Übergangstechnologien. Während zunächst noch Kohlekraftwerke zur Überbrückung eingesetzt werden können, ist es perspektivisch möglich, diese durch moderne, mit grünem Wasserstoff betriebene Gaskraftwerke zu ersetzen. Diese können flexibel zugeschaltet werden und so die Versorgungssicherheit gewährleisten. Dafür muss bereits heute in die passende Infrastruktur investiert werden. Allerdings sollte der Fokus der Investitionen zunächst auf dem Ausbau von Photovoltaik und Windkraft liegen, denn damit lassen sich der Bedarf an Gaskraftwerken im späteren Verlauf der Energiewende minimieren und Kapitalfehlallokationen vermeiden. Außerdem werden Stromüberschüsse aus wind- beziehungsweise sonnenreichen Tagen zur Speicherung der Energie in Form von Wasserstoff benötigt, um damit Schwankungen in der Stromproduktion auszugleichen. Für einen schnellen und effektiven Ausbau erneuerbarer Energien müssen insbesondere regulatorische Hemmnisse beseitigt werden. Ferner muss dafür gesorgt werden, dass qualifizierte Fachkräfte zur Verfügung stehen, denn Baufirmen, das Ausbaugewerbe und Ingenieure arbeiten bereits heute an ihrer Kapazitätsgrenze.

Es ist noch einiges zu tun

Auch nach dem Atomausstieg ist dank ausreichender Reservekapazitäten zunächst nicht mit Versorgungsengpässen bei Strom zu rechnen. Mit der voranschreitenden Energiewende und dem nahenden Kohleausstieg steigen allerdings die Herausforderungen – auch weil der Strombedarf durch Klimaschutzmaßnahmen in anderen Sektoren wie Verkehr oder Wohnen noch zunimmt. Für eine nachhaltig sichere Energieversorgung während und nach der Energiewende werden flexible Gaskraftwerke, Reservekapazitäten, Energiemanagementsysteme benötigt. Der Schlüssel des Erfolgs ist aber vor allem ein zügiger Ausbau der erneuerbaren Energien, die unsere Volkswirtschaft zudem unabhängiger von Energieimporten machen.

Der Wert des Geldes

Diogenes ist froh, dass er kein Zentralbanker ist

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im (unter 3G-Bedingungen) wieder geöffneten Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.

Diogenes mag Zahlen und erforscht gerne ihre Hintergründe. Von den vielen, die es momentan in den Nachrichten gibt, greift er sich einmal nicht die täglichen Corona-Statistiken und nicht die Meldungen aus der Ukraine heraus, sondern – aus alter Neigung zur Ökonomie – die Inflationsrate: Stolze 5,1% im Februar 2022 – eine in Deutschland lange nicht mehr gesehene Zahl.

Wir stehen damit nicht allein. Diogenes hört Ähnliches von seinen Philosophenfreunden aus allen Weltgegenden. Selbst Singapur ist nicht verschont. Das Alltagsgericht, Hähnchen mit Reis und Gemüse, ist dort kaum noch zu bekommen. Sein Korrespondent vor Ort berichtet, die Preise für Hähnchen seien um 50% und für Gemüse um mehr als 100% gestiegen, hinzu kämen noch steigende Strompreise und pandemiebedingter Personalmangel. Dabei sei Reis wegen einer guten Ernte sogar billiger geworden. Das bestätigt der chinesische Kollege. Im Reisland China sei – vielleicht deswegen – die Verbraucherpreisinflation noch niedrig, aber die Erzeugerpreise stiegen stark, und das könne nicht sehr lange gut gehen. Als Ursache nennt er neben dem üblichen „allgemeinen Verfall von Moral und Sitte“ die sehr restriktiven Corona-Schutzmaßnahmen und den forcierten Umstieg auf umweltfreundliche Energieerzeugung.

Diogenes' amerikanischer Kollege muss für seinen Big Mac 6% und für seine Erdnussbutter 30% mehr zahlen als vor einem Jahr. Er erwägt, seine Diät zu ändern, und ist optimistisch. Aus Großbritannien berichtet der dortige (leider recht langatmige) Korrespondenzpartner, dass sich Pasta, ebenso wie Milch, Margarine und Speiseöl, innerhalb eines Jahres um mehr als ein Viertel verteuert haben. Er führt das darauf zurück, dass die Weltmarktpreise für Hartweizen sowie für Raps- und Palmöl wegen schlechter Ernten in Kanada und Italien sowie wegen Personalmangel in Malaysia und weltweit erhöhtem Bedarf an Biodiesel stark angestiegen seien. Und dass Neuseeland und die Niederlande die Förderung der Milchwirtschaft zurückfahren. Die Folgen des Brexits kommen am Rande ebenfalls vor.

Da schwirrt Diogenes doch der Kopf. Es bleibt eine Erkenntnis: Es hängt mal wieder alles mit allem zusammen. Und die allseits steigenden Inflationsraten lassen sich nicht auf eine einzige Ursache zurückführen. Zwei Ursachenbündel spielen aber offenbar überall eine mehr oder weniger wichtige Rolle: zum einen die Pandemie, beziehungsweise die Maßnahmen zu ihrer Eindämmung. Das wird ja hoffentlich irgendwann einmal vorbei sein. Zum anderen im weitesten Sinne die Ökologie – Umwelt, Ressourcen, Klima. Und das wird bleiben.

Die Schonung von Umwelt, Ressourcen und Klima steht in vielen Ländern, keineswegs nur in Deutschland, weit oben auf der Tagesordnung. Die gesellschaftliche Mehrheitsmeinung und die Politik sind überwiegend auf den Konsens eingeschwenkt, dass diese Dinge uns lieb und teuer sind. Und dann sind sie eben auch teuer. Die Preisverhältnisse spiegeln Veränderungen der Wertschätzung für unterschiedliche Dinge wider – das ist ja eine der Kernfunktionen der Marktwirtschaft.

Unerwünscht ist dabei aber, dass jetzt auch das Preisniveau im Ganzen steigt, weil die Preise weniger geschätzter Güter nicht schnell genug sinken – es entsteht Inflation. Die mindert den Wert des Geldes, geht also zulasten derjenigen, die das Pech haben, dass ihre Vermögenswerte oder ihre Einkommensansprüche in Geldeinheiten fixiert sind. Das sind beispielsweise Sparer oder Bezieher von (nicht dynamisierten) Renten. Diogenes kann nicht erkennen, dass ausgerechnet Sparer und Rentner besondere Umweltsünder wären und es deshalb gerechtfertigt wäre, ihnen das Gros der Kosten des ökologischen Umbaus aufzuerlegen.

In seiner ökonomischen Grundausbildung hat Diogenes gelernt, dass in einer solchen Situation die Geldpolitik gefragt ist. Sie ist dafür zuständig, dass der Anstieg einzelner Preise nicht zur Inflation wird. Geldwertstabilität zu sichern, ohne die Wirtschaft zu sehr zu bremsen und damit den ökologischen Umbau zu gefährden, ist eine Gratwanderung. Diesmal ist sie vielleicht noch schwieriger: Nach Jahren sehr lockerer Geldpolitik und trotzdem ohne Inflation sind die Zentralbanker womöglich etwas aus der Übung.

Diogenes ist jedenfalls froh, kein Zentralbanker zu sein. Und entspannt, denn sein bescheidenes Vermögen ist größtenteils gut inflationsgesichert. Und nicht zu vergessen: Geboostert ist er sowieso.



Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 9. März 2022

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie:	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen:	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	sechs Monate

Derivate

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

Rohstoffe: ein Monat

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurservartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

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

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

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

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

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

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