

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich

Research. Trends. Analysen.

#4/2022

Dezember 2022

Globale Runde

Die Welt im Bann der Energiekrise

Inhalt

AUSGABE #4 / 2022



IM FOKUS

Globale Runde

Die Welt im Bann der Energiekrise

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Neuer Auftrieb

Positiver Finanzmarktausblick für 2023

Seite 8



ANLAGESTRATEGIE

Unter Druck

Die Energiekrise belastet die deutsche Industrie

Seite 12

„Wie könnte die
LNG-Versorgung
Deutschlands und Europas
zukünftig aussehen?“

EXPERTEN-INTERVIEW

Mit Stephan Sporkmann,
Senior-Credit-Analyst Öl & Gas der DZ BANK

Seite 15



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

In Kinderschuh

Hohe Energiepreise allein räumen den Weg für
grünen Wasserstoff nicht frei

Seite 18



RESEARCH-MISCHPULT
Musterportfolio

Seite 22



WUSSTEN SIE SCHON?
Zufallsgewinn abschöpfen

Eine Steuer zieht Stromerzeuger zur Gegenfinanzierung der Strompreisbremse heran

Seite 27



WAS IST EIGENTLICH?
Auf die Bremse drücken

Maßnahmenpakete der Bundesregierung sollen inflationsbedingte Belastungen abfedern

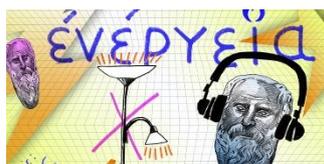
Seite 31



THINK-TANK
Der Reihe nach

Macht die Einsatz-Reihenfolge der Kraftwerke bei der Stromeinspeisung noch Sinn?

Seite 34



GLOSSE

Διογένης ενέργεια

Diogenes und die Energie

Seite 37

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 39

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser,

eine kleine Kniebeuge machen und in die Hände klatschen, diese – nennen wir sie mal – pragmatischen Tipps, mit denen sich Schülerinnen und Schüler bei geöffneten Fenstern in den Klassenzimmern warmhalten sollen, brachten der damaligen Kanzlerin Merkel vor rund zwei Jahren wohl mindestens einiges an Spott ein. Nun haben die Corona-Pandemie und ihre Auswirkungen zwar an Schärfe eingebüßt, sodass Lüften nicht mehr ganz oben auf der Prioritätenliste der Schulen angesiedelt sein dürfte. Eher frostig wird es in diesem Winter dafür aber nicht nur im ein oder anderen Klassenzimmer, sondern auch in vielen Büros, Betrieben und Gebäuden. Das Gebot der Stunde heißt Energie sparen, sehen sich doch vor allem Deutschland und Europa mit den Herausforderungen dessen konfrontiert, was allgemein als „Energiekrise“ bezeichnet wird.

Ihren Ursprung mag die derzeitige Situation wetter- und temperaturbedingt im Jahr 2021 oder sogar in der Energiepolitik der letzten Jahr(zehnt)e genommen haben. Den Auslöser für die akuten Spannungen stellt aber der russische Angriffskrieg auf die Ukraine sowie die damit einhergehenden Sanktionen einerseits und die Lieferstopps andererseits dar. Die Auswirkungen sind für jede und jeden von uns allgegenwärtig. Dabei geht es nicht nur um Preisrekorde an den Zapfsäulen oder die Abschlagsrechnungen für Strom, Gas und Fernwärme, die massiv angehoben wurden. Vielmehr gibt es kaum ein Produkt oder eine Dienstleistung, die von der Entstehung bis zu uns gänzlich auf Energie verzichten kann. Jahresinflationen im zweistelligen Prozentbereich in vielen Regionen der Erde waren die Folge. Um die Bürgerinnen und Bürger sowie die Unternehmen zu entlasten, hat die Regierung in Deutschland mittlerweile „Preisbremsen“ für Strom und Gas auf den Weg gebracht. Eine Rezession werden diese staatlichen Maßnahmen aber nicht verhindern können.

Die staatlichen Maßnahmen unterstreichen, wie präsent das Thema Energieversorgung in diesen Tagen ist. Begriffe wie Merit-Order, worauf wir in dieser Ausgabe genauer eingehen, gehören ebenso zu den Schlagwörtern wie LNG beziehungsweise Flüssiggas, Notfallplan, Blackout und Zwangsabschaltung. Noch wichtiger ist aber die Erkenntnis, dass es Alternativen zum (günstigen) russischen Gas gibt. Gerade die höheren Energiepreise – so schmerzhaft sie auch sein mögen – stellen in diesem Zusammenhang eine Chance dar. Sie setzen Anreize, Energie einzusparen, und öffnen Türen für eine Intensivierung des Ausbaus erneuerbarer Energien. Als großer Hoffnungsträger gilt zwar grüner Wasserstoff. Allerdings zeigt unsere Analyse, dass es mehr als höhere Preise brauchen wird, um diesen Energieträger langfristig zu einem Erfolg zu machen.

Die gute Nachricht an dieser Stelle ist: Aufgrund intensiver Bemühungen von Wirtschaft, Politik, der Bürgerinnen und Bürger sowie des bislang recht milden Winters stehen die Chancen gut, dass die Energieversorgung in Deutschland auch über den Jahreswechsel hinaus funktionieren wird. Wenngleich einige Mahner bereits für den Winter 2023/24 vor der nächsten Energiekrise warnen, haben die vergangenen Monate uns doch darin bestärkt, dass die bestehenden Herausforderungen gemeistert werden können. Dies gilt zumindest, wenn Bereitschaft und Ansporn – man könnte auch von Druck sprechen – bei allen Beteiligten in ausreichendem Ausmaß vorhanden sind. Zumindest diese positive Erkenntnis lässt sich aus dem Krisenjahr 2022 mitnehmen.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen gemütliche sowie erholsame Feiertage und viel Spaß beim Lesen.

Ihr DZ BANK Research-Team



IM FOKUS

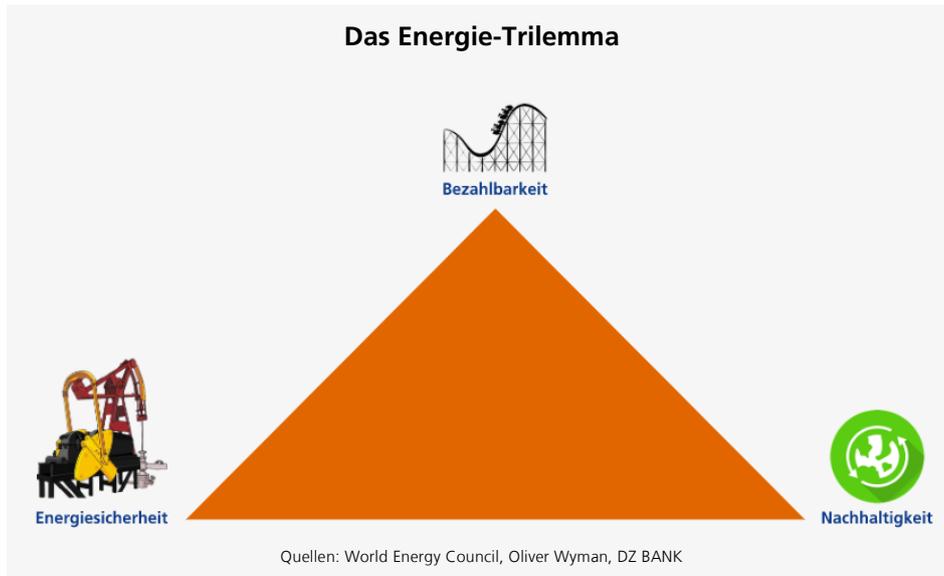
Gabor Vogel, Analyst

Im Lehrbuch steht, dass sich Energiekrisen meistens auf wenige Energieträger beschränken und nicht die ganze Welt umspannen. Doch diesmal ist es anders: Die globale Energiekrise umfasst nicht nur Öl, Gas und Stromerzeugung. Hinzu kommt, dass die Themen Energie und Geopolitik in einem noch nie dagewesenen Ausmaß miteinander verknüpft sind.

Zu einer Energiekrise kommt es laut Definition dann, wenn die Versorgung einer oder mehrerer Volkswirtschaften mit Energieträgern, wie beispielsweise Rohöl oder Erdgas, massiv ins Stocken gerät oder gar temporär zum Erliegen kommt. Dabei bezieht sich der Begriff der Energiekrise meist auf „nur“ einen Energieträger, der für einen begrenzten Zeitraum in bestimmten Regionen nicht vollumfänglich zur Verfügung steht. Ausgelöst werden kann dies, wenn das Angebot knapper wird oder die Nachfrage unerwartet stark zunimmt. Als Folge kommt es zu einem erheblichen Engpass, der wiederum zu einem starken Preisanstieg bei einer gleichzeitig hohen Schwankungsbreite führt. In der Historie mangelt es nicht an Beispielen. Die prominentesten sind sicherlich die beiden Ölkrisen in den 1970er-Jahren. Seinerzeit ächzten Wirtschaft und Konsumenten gleichermaßen unter einer hohen Inflation.

Schon 2021 war von „Energiekrise“ die Rede

Bereits im Jahr vor dem Ausbruch des Kriegs in der Ukraine kursierten in den Medien Begriffe wie Energiekrise, Gaspreisspitze oder Kohleknappheit. Vorgegangen war eine vergleichsweise kalte Wintersaison 2020/21 in Asien und Europa. Zusätzlich führte im Frühjahr 2021 eine Flaute in Europa zu einer geringeren Stromerzeugung aus Windkraft. In Lateinamerika und China dezimierte eine Trockenperiode die Elektrizitätserzeugung aus Wasserkraft. Gleichzeitig stieg die Nachfrage nach Energie im Post-Corona-Boom stark an. Allein in Europa kletterte der Gasverbrauch nach Angaben der Internationalen Energiebehörde im zweiten Quartal 2021 gegenüber dem Vorjahr um satte 25%. Das führte dazu, dass die Gasreserven die kritischen saisontypischen Niveaus teilweise unterschritten. Und dann schoss der europäische Erdgaspreis bis auf 180 Euro je Megawattstunde (MWh). Kohle, Gas, Öl und Co. verteuerten sich weltweit. Man konnte also bereits vor über einem Jahr von einer Energieknappheit sprechen, die sich von den historischen Erfahrungen unterschied – sowohl hinsichtlich des Umfangs als auch ihrer regionalen Begrenzung. Besonders deutlich wird der regionale Aspekt bei verflüssigtem Erdgas (LNG), das global gehandelt wird und einem heftigen Preiswettbewerb ausgesetzt ist.



Der Ukraine-Krieg verschärft die Energieknappheit in Europa

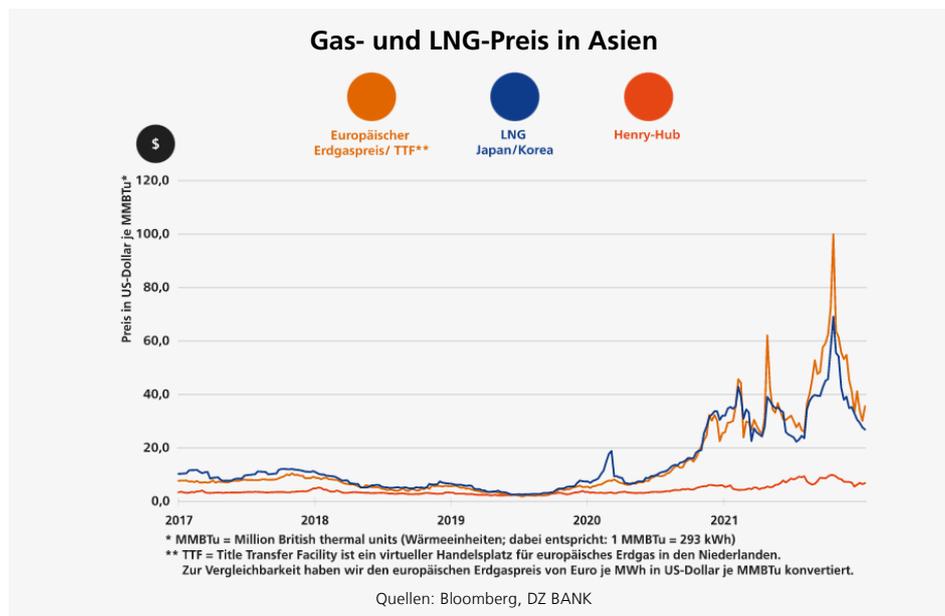
Noch Anfang 2022 war Europa im hohen Maße abhängig von Gas sowie Kohle- und Öleinfuhren aus Russland. Seit Kriegsbeginn in der Ukraine ist Europa entschlossen, diese hohe Abhängigkeit zu reduzieren, was bei Kohle und Öl leichter ist als bei dem leitungsgebundenen Gas. Bei Letzterem ist es Europa vor allem dank steigender LNG-Einfuhren via Belgien und umfangreicheren Lieferungen aus Norwegen und den Niederlanden gut gelungen, allerdings zu extrem hohen Preisen. Des Weiteren helfen umfangreiche Sparmaßnahmen, um flächendeckende Mangellagen zu verhindern.

Deutschland mit seiner Verteilungsfunktion für Osteuropa erhält seit September kein Gas mehr via Nord Stream 1. Damit attackiert Moskau sowohl in Deutschland als auch im Rest Europas alle drei Dimensionen einer ausbalancierten Energieversorgung: die Energiesicherheit, den Zugang und die Bezahlbarkeit sowie die ökologische Nachhaltigkeit, auch bekannt als Energie-Trilemma. Indes erlebt die Kohleenergie eine Renaissance. Nachhaltig im ökologischen Sinne ist das nicht. Händeringend werden neue Energielieferanten gesucht, um eine diversere und damit sicherere Belieferungsstruktur zu schaffen. Energiesicherheit bezieht sich hier aber auch auf die kritische Infrastruktur. Für eine ausreichende Gasversorgung steht zukünftig LNG auf dem Center-Court. Bis das Flüssiggas für die Welt aber wirklich bezahlbar ist, dürften noch mindestens zwei Jahre vergehen. Für Rohöl wurden Anfang Dezember scharfe Sanktionen gegen russisches Tanker-Öl verhängt, darunter fällt auch ein Ölpreisdeckel von 60 US-Dollar je Barrel. Zwar kann weiter über die Druschba-Pipeline Öl bezogen werden, aber Deutschland hat bereits angekündigt, Raffinerien in Ostdeutschland von Druschba im Januar 2023 abzuklemmen. Ab Februar sollen ebenfalls keine russischen Ölprodukte, darunter auch Diesel, nach Europa kommen. Da eine Raffinerie ihre Kapazitäten nicht reibungslos von Benzin auf Diesel umwidmen kann, müssen auch hier alternative Lieferanten gesucht werden. Amerika fällt als Ersatz aus, da Diesel jenseits des Atlantiks ebenfalls sehr knapp ist.

LNG ist heiß begehrt

Die Konkurrenz um Flüssiggas findet zwischen den Kontinenten Asien und Europa statt. Laut einer Umfrage unter Unternehmen in Japan, dem weltweit größten Importeur von LNG, sind längerfristige LNG-Verträge kaum verfügbar. Nur etwa 30% der Kapazitäten sind frei, sodass der Wettbewerb entsprechend groß ist. Aktuell sind die Preise für kurzfristige Cargos dreimal so hoch wie für langfristige. Diesem Wettbewerb kann nicht jedes Land standhalten. Während den Europäern das recht gut gelingt, haben ärmere Länder, wie Pakistan und Bangladesch, das Nachsehen. Sie mussten bereits Cargos canceln, sodass sich dort eine Gasmangellage nur schwer vermeiden lässt. Ganz anders sieht es in China aus: Die Volksrepublik hat bereits langfristige Verträge mit Katar abgeschlossen. Ab 2026 bezieht Peking über 27 Jahre jährlich 4 Millionen Tonnen Gas aus der Wüste und erklimmt damit den LNG-Olymp. Das Reich der Mitte scheut

sich also nicht vor langfristigen Verpflichtungen, zumindest wenn es um fossile Brennstoffe geht – im Gegensatz zu einigen Regierungen in Europa. Deutschland hat bisher auch schon einen LNG-Deal mit Katar geschlossen. Demnach sollen ab 2026 jährlich 2 Millionen Tonnen geliefert werden, allerdings nur über 15 Jahre. Gewiss ist es möglich, sich auch ohne langfristige Verträge ausreichend mit LNG zu versorgen, es ist aber viel teurer und die Preise sind schwankungsintensiver. Vor diesem Hintergrund ist es bedeutsam, alternative Energien schneller und umfangreicher voranzutreiben.



Sorgt wenigstens die OPEC+ für etwas Entspannung?

Die Welt ächzt unter hohen Energiepreisen, und die Volkswirtschaften sehen sich mit hohen Inflationsraten konfrontiert. Die OPEC+ (Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten) wird aber nicht gegensteuern und hat bisher eine Produktionsdrosselung von 2 Millionen Barrel pro Tag (MMBD) beschlossen, die seit November umgesetzt wird. Damit macht das erweiterte Öl-Kartell klar, dass man Preise unter 90 US-Dollar nicht toleriert. Zudem signalisierte das Kartell, bis mindestens Ende 2023 den Schulterchluss mit Russland zu wagen – wohl zum Missfallen westlicher Länder. Die europäischen Sanktionen gegen russisches Tanker-Öl wurden Anfang Dezember bereits scharf geschaltet, dadurch dürfte sich die Angebotssituation noch mal verknappen. Die OPEC+ hat am 5. Dezember nochmals bestätigt, dass man an dem eingeschlagenen Produktionspfad festhält.

Es bleibt noch ein Joker

Die Preise für Energieträger sind seit ihren Jahreshochs wieder recht deutlich gefallen. Bei Rohöl und damit auch bei den fossilen Treibstoffen wird sich die Lage zügiger entspannen als bei Gas – da sieht es besonders in Europa anders aus. Spätestens wenn die Befüllungssaison der Gasspeicher 2023 wieder beginnt, dürfte der Gaspreis wieder steigen – vielleicht aber auch schon früher, falls es weiße und kalte Weihnachten geben sollte. In einer Preisspanne zwischen 150 und 200 Euro je MWh dürfte 2023 auch genügend LNG nach Europa kommen, aber nicht zu 100 Euro je MWh. Bis sich die Situation nachhaltig entspannt, dürften noch mindestens zwei Jahre vergehen. Wenn China in den nächsten Jahren mehr Gas aus Russland bezieht und sich bei neuen LNG-Deals etwas zurücknimmt und gleichzeitig weltweit neue LNG-Produktionskapazitäten (vielleicht auch dank des technischen Fortschritts) geschaffen werden, dann dürfte der Gaspreis zügiger fallen. Als Joker in diesem Energiepoker bleibt zuletzt ein schnellerer Ausbau von alternativen Energieträgern.



Neuer Auftrieb

Positiver Finanzmarktausblick für 2023

MARKTPERSPEKTIVE

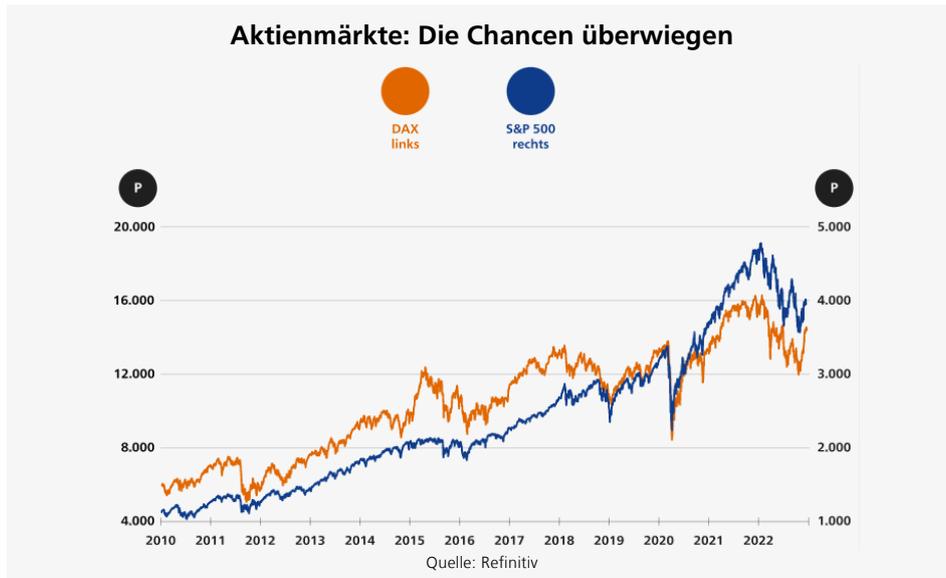
Christoph Müller, Analyst

Die wichtigsten Aktienindizes haben ihre Schwächephase ad acta gelegt und durch niedrigere Renditen und abnehmende Zinserhöhungsängste Rückenwind erhalten. Zudem beflügelte die positive Berichtssaison zum dritten Quartal. Gold profitierte zuletzt von einem schwächeren Dollar. Anleihen mit Investment-Grade-Status könnten ein Comeback erfahren.

Nachdem der deutsche Leitindex Ende September im Tief auf knapp 11.900 Punkte abgetaucht war, zeichnete er eine beeindruckende Herbst rally und überwand zeitweise die 14.500-Zähler-Marke. Hatte zunächst eine überwiegend positive Berichtssaison zum dritten Quartal 2022 den Kursen am Aktienmarkt Auftrieb verliehen, waren es anschließend schwächere Inflationsdaten aus den USA. Deshalb und aufgrund der schwächeren Wirtschaftsentwicklung etablierte sich die Erwartung, dass die Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks im Dezember eine weniger aggressive Zinserhöhung beschließen werden.

Großunternehmen mit robusten Gewinnen

Vor allem die großen Aktiengesellschaften in den internationalen Blue-Chip-Indizes navigieren somit überwiegend erfolgreich durch das Krisenumfeld. Zwar bleibt der Aktienmarkt abhängig von den Notenbank-Aktivitäten, da die steigenden Anleiherenditen Opportunitätskosten für Wertpapiere darstellen. Die Zinswende bedeutet aber nicht, dass Aktien keine Gewinnchancen mehr bieten. Die Volatilität ist weiter hoch, und die Ertragsstärke bleibt eine Schlüsseleigenschaft bei der Aktienauswahl. In einem schwierigen Umfeld mit hoher Inflation sind deshalb etablierte Großunternehmen aus Industrieländern die erste Wahl. Gründe dafür sind die robusten und positiv überraschenden Unternehmensergebnisse und die Tatsache, dass große Firmen starke Marken mit hoher Preissetzungsmacht haben. Viele Blue Chips stellen nicht nur die Inflationsverursacher dar, sondern auch die Inflationsgewinner.



Zyklischen Werten trauen wir im kommenden Jahr Aufholpotenzial zu, sodass wir für den DAX zum Jahresende 15.000 Punkte erwarten. Den EuroStoxx 50 prognostizieren wir mit 4.100 Zählern. Auch Big Tech könnte nach dem Höhepunkt der Zinswende wieder zulegen. Deshalb sehen wir den S&P 500 Ende 2023 bei 4.400 Punkten.

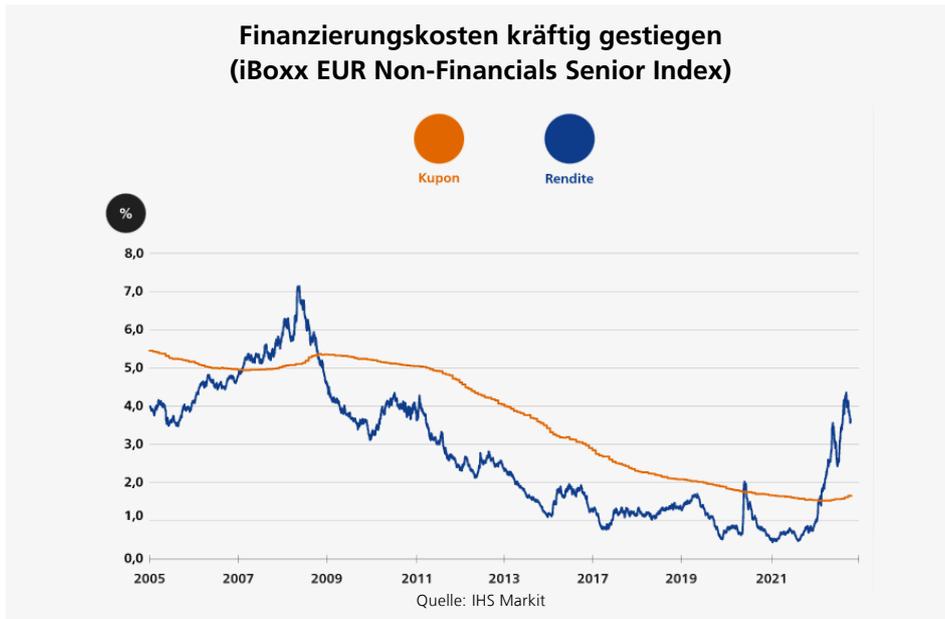
DZ BANK Index-Prognosen

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

Quelle: DZ BANK

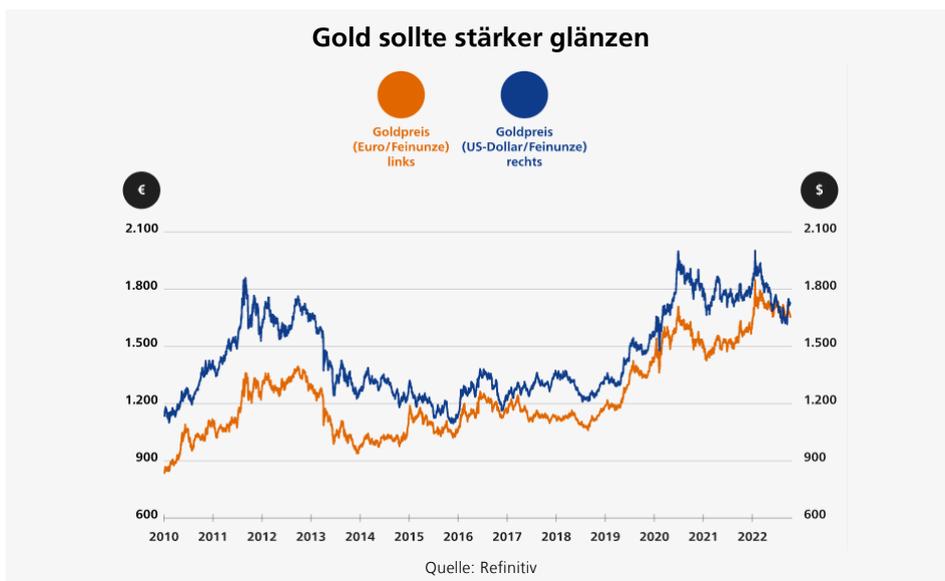
Trotz hoher Inflation feiern Anleihen ein Comeback

Sichere Anleihen von Staaten und Unternehmen mit Investment-Grade bieten wieder zunehmend Renditen oberhalb von 4%. Mit Blick auf die Zinswende und ausgehend davon, dass sich der Energiemarkt zumindest mittelfristig entspannt, dürfte die Inflationsrate im Jahresvergleich ab 2024 wieder in Richtung 2% zeigen. Der jährliche Kupon von neu emittierten Bonds stabilisiert das Portfolio dann wieder und könnte sogar für positive Realrenditen sorgen. Bei der Attraktivität von Unternehmensanleihen kommt es nicht auf einzelne Branchen an, sondern darauf, wie gut Firmen mit der aktuellen Krise umgehen können.



Schafft Gold die Trendwende?

Im dritten Quartal 2022 haben sich wegen des Zinsanstiegs (anziehende Opportunitätskosten) und der Dollar-Stärke vor allem die global aufgestellten ETF-Anleger von Gold getrennt. Auf Quartalsebene verkauften sie etwa 227 Tonnen und damit so viel wie zuletzt im zweiten Quartal 2013. Die „Gold-Aficionados“ hingegen, die in Barren und Münzen investieren, erhöhten ihre Nachfrage sogar um rund 351 Tonnen. Auf die sehr robuste, den ETF-Rückgang überkompensierende, physische Anleger-Nachfrage reagierte der Goldpreis allerdings nicht – er fiel im selben Zeitraum um etwa 8%. Hinter dem Preisrückgang steckten überwiegend Spekulanten, die ihre Netto-Long-Position spürbar auf den Stand von Ende 2018 reduzierten.



Die nächsten Zinserhöhungen der Fed und der EZB sind überwiegend eskomptiert. Deutliche (Zins-) Überraschungen dürften ausbleiben. Sowohl Investoren, die etwa 21% der gesamten Goldnachfrage ausmachen, als auch Spekulanten, die sich aktuell noch im überverkauften Terrain verstecken, sollten den Goldpreis wieder stützen. Sie können so zum Zünglein an der Goldpreiswaage werden. Wir sehen in den nächsten zwölf Monaten einen stetigen Goldpreisanstieg auf 1.900 US-Dollar. Die kurzfristige Preisspitze, die wir bisher bei 2.000 US-Dollar veranschlagten, ist wegen des starken Preisrückgangs unwahrscheinlicher geworden. Daher haben wir die Dreimonatsprognose auf 1.800 US-Dollar gesenkt.

	31.06.2023	31.12.2023
Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze)	1.900	1.900
Goldpreis in Euro (je Feinunze)	1.810	1.775

Quelle: DZ BANK

Insgesamt positiver Finanzmarktausblick

Den bedeutenden Aktienindizes – S&P 500, DAX, Euro Stoxx 50 – wird es zwar 2023 (noch) nicht gelingen, das Niveau ihrer Jahreshochs von Anfang 2022 zu erreichen. Doch die Aussichten für 2023 sind gut. Der ab dem Frühjahr 2023 zu erwartende Konjunkturaufschwung in den USA und der Eurozone sollte insbesondere zyklischen Aktien Auftrieb geben. Gold dürfte von einer wieder höheren Nachfrage der Investoren und einem günstigeren Umfeld profitieren. Auch Anleihen mit Investment-Grade-Status sollten auf Käuferinteresse stoßen.



Unter Druck

Die Energiekrise belastet die deutsche Industrie

ANLAGESTRATEGIE

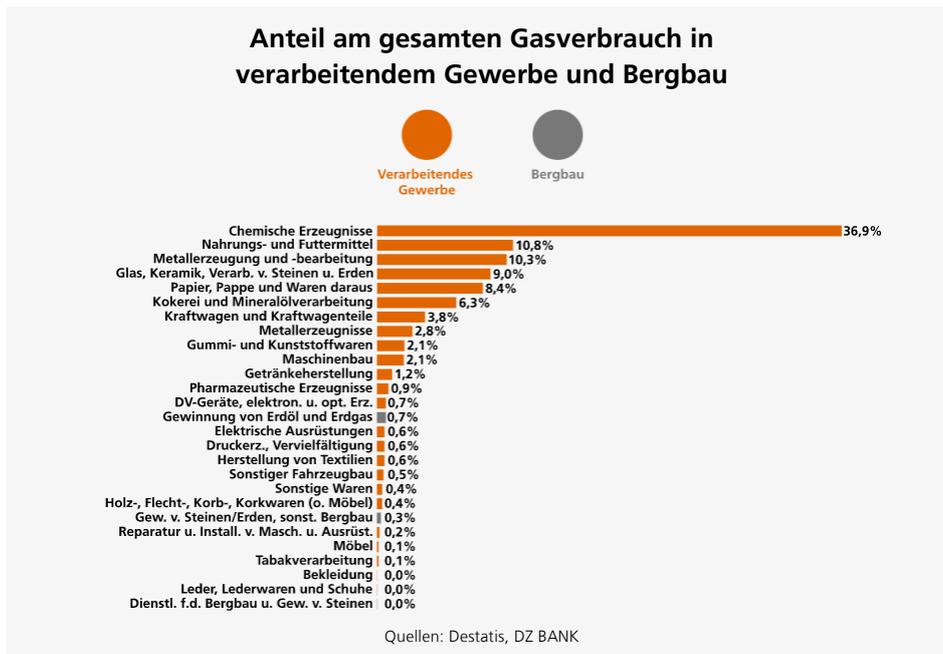
Dr. Claus Niegsch, Economist & Thomas Weber, Analyst

Trotz zwischenzeitlich voller Gasspeicher könnten zu geringe Einsparungen und ein strenger Winter immer noch ein Risiko für die Gasversorgung darstellen. Schließlich soll der Füllstand zum 1. Februar 2023 noch 40% betragen. Zudem muss 2023 wieder befüllt werden, was erneut höhere Preise mit sich bringt. Was bedeutet das für die hiesige Industrie?

In der Industrie unterscheidet man beim Gasverbrauch zwischen der Verwendung von Erdgas als Rohstoff im Produktionsprozess und als Energieträger für die Erzeugung von Strom oder Dampf. Während sich Strom und Dampf grundsätzlich auch mit anderen Energieträgern wie Öl, Kohle oder Erneuerbaren erzeugen lässt, ist der Ersatz als Rohstoff wesentlich schwieriger. Für international tätige Unternehmen bietet sich in diesem Fall eine Verlagerung der Produktion an andere Standorte an, wo es mehr und günstigeres Gas gibt. Eine Option ist das aber nur, wenn die hergestellten Stoffe oder Produkte sich zu wirtschaftlich akzeptablen Kosten transportieren lassen. Und gerade kleinere Unternehmen können die Produktion nicht in andere Regionen verlagern.

Für die Chemieindustrie unverzichtbar

Bei der Verwendung von Gas als Rohstoff sticht vor allem die chemische Industrie hervor, auf die 2020 rund 37% des gesamten deutschen Erdgasverbrauchs in Industrie und Bergbau entfielen. Zwar dominierte auch in der chemischen Industrie mit einem Anteil von 72% (2020) der energetische Einsatz. Der Anteil von Erdgas als Rohstoff betrug aber immerhin noch rund 28% des Verbrauchs. Beispielsweise wird das im Erdgas enthaltene Methan für die Herstellung von Ammoniak verwendet, das wiederum als Grundstoff für die Herstellung von Dünger, Lösemitteln und Medikamenten dient. Ammoniak wird aber auch für Ad-Blue benötigt, mit dem man Abgase von Dieselfahrzeugen reinigt. Darüber hinaus gibt es eine Vielzahl weiterer Anwendungsfelder von aus Erdgas gewonnenen Grundstoffen in den verschiedensten Wirtschaftssegmenten.



Priorisierung im Ernstfall

Im Falle einer Gasmangellage muss der Verbrauch von Erdgas weiter reduziert werden – zusätzlich zu den durch den hohen Preis bereits freiwillig umgesetzten Einsparungen. Es braucht politische Entscheidungen zur Priorisierung der Gasverbraucher. Aufrechterhalten wird man sicherlich Produktionsprozesse von kritischen, nicht anderweitig zu ersetzenden Gütern, und zwar über die gesamte Wertschöpfungskette. Dazu dürften insbesondere die Nahrungsmittelproduktion, die vergleichsweise viel Energie benötigt, und die Herstellung von Arzneimitteln zählen. Inwiefern dazu nur der Betrieb einzelner Anlagen oder ganzer Standorte notwendig ist, dürften die entsprechenden Ministerien und Behörden zusammen mit der Industrie in den vergangenen Monaten erörtert haben. Eine pauschale Aussage in Bezug auf einzelne Sparten oder Unternehmen ist aufgrund der Komplexität der Herstellungsprozesse nicht ohne Weiteres möglich. Als praktikable Strategien für zusätzliche Gaseinsparungen in der Industrie diskutiert man unter anderem Auktionsverfahren – sowohl in Bezug auf den Kauf von als auch den Verzicht auf Erdgas. In letzterem Fall würden sich die Unternehmen bei der Höhe einer für einen Verzicht auf Erdgas geleisteten Kompensationszahlung gegenseitig unterbieten, sodass am Ende diejenigen Unternehmen auf das Gas verzichten, die mit den geringsten Kosten zu rechnen haben. Zwar kann dieser Prozess die direkten wirtschaftlichen Auswirkungen minimieren, strategische Überlegungen und nachgelagerte Kosten des Verzichts bleiben aber eventuell unberücksichtigt.

Allerdings ist eine Gasmangellage zum derzeitigen Zeitpunkt recht unwahrscheinlich – angesichts der deutlich zugenommenen Erdgaslieferungen aus Norwegen, Belgien und den Niederlanden, des vergleichsweise warmen Herbstwetters, der bisher erzielten hohen Einsparungen und der voraussichtlich Ende 2022 einsatzfähigen ersten schwimmenden LNG-Terminals.

Direkte und indirekte Effekte

Während in der Chemieindustrie und bei den Energieversorgern die unmittelbaren Effekte der gestiegenen Preise und der Maßnahmen zur Einsparung von Erdgas überwiegen, bekommen die Verbraucher und die restliche Wirtschaft vor allem die indirekten Folgen der Energiekrise zu spüren. Private Haushalte leiden unter höheren Abschlagszahlungen für Strom und Gas. Die gestiegenen Energiekosten verteuern jedoch auch Nahrungsmittel, industrielle Güter und Dienstleistungen. Am Ende bleibt ein deutlicher Kaufkraftverlust, der die Konsummöglichkeiten merklich einschränkt. Dieser Verlust an Kaufkraft kommt mittlerweile

immer deutlicher bei den Unternehmen an, die zuletzt häufiger von einer rückläufigen Endnachfrage berichten. Gerade bei Luxusgütern, Reise- & Freizeitaktivitäten und Dienstleistungen schränken sich die Verbraucher zuerst ein. Ebenfalls eher wenig gefragt sind Produkte, deren Anschaffung zeitlich verschoben werden kann, wie Möbel, Unterhaltungselektronik oder Kleidung. Wo ein Verzicht nicht möglich ist, wie bei Lebensmitteln und anderen Gütern des täglichen Bedarfs, ersetzen die Kunden die Waren durch günstigere Alternativen. Im Lebensmittelbereich zeigt sich das in Form von Marktanteilgewinnen der Discounter zulasten der Supermärkte.

Wenige Profiteure, viele Verlierer

Zu den wenigen Profiteuren einer akuten Gasmangellage gehören Unternehmen, die Rohstoffe und Energieträger fördern und nun teuer verkaufen können. Dazu zählen Grundstoff- sowie Öl- und Gasunternehmen, aber auch Versorger, die im Bereich Stromerzeugung aktiv sind, sofern sie nicht hohe Verluste erleiden, weil russische Unternehmen ihre Lieferverträge nicht eingehalten haben. Allerdings wurde ein großer Teil der Stromerzeugung bereits auf Termin verkauft, und die Unternehmen können nur teilweise und mit Verzögerung von den gestiegenen Preisen profitieren. Auch die geplante Besteuerung der „Zufallsgewinne“ dürfte einen Teil der Vorteile wieder wettmachen. Auch könnten internationale oder ausländische Industrieunternehmen die Situation ausnutzen, indem sie energieintensive Güter an günstigeren außereuropäischen Standorten produzieren und die Produkte dann nach Europa liefern. So könnten sie Marktanteilsgewinne und höhere Margen als bislang erzielen, sofern die Transportkosten den Vorteil nicht wieder zunichtemachen. Für alle anderen Betriebe und Dienstleistungsunternehmen dürften die Belastungen aus den gestiegenen Energie- und Rohstoffkosten sowie der nachlassenden Nachfrage der Konsumenten die möglichen Chancen deutlich überwiegen. Konsumorientierte Branchen und auf Europa konzentrierte Dienstleister werden voraussichtlich als Erstes betroffen sein, während ein hoher Auftragsbestand wegen der Lieferkettenprobleme beim verarbeitenden Gewerbe den Einfluss der drohenden Rezession noch verzögern wird.

Entspannung, aber keine Entwarnung

Angesichts der Einsparungen, der gut gefüllten Speicher und der für Oktober/November vergleichsweise warmen Witterung hat sich die Situation auf den Energiemärkten zuletzt etwas entspannt. Dennoch ist kein schnelles Ende der Energiekrise in Sicht. Bei einem Wintereinbruch in Verbindung mit der bereits begonnenen Gas-Ausspeicherung wird sich die Lage wieder verschärfen. Eine Gasmangellage ist dennoch unwahrscheinlich. Allerdings werden die Gaspreise auch 2023 auf einem hohen Niveau bleiben, da dann die Speicher erneut gefüllt werden müssen, was sich auch wieder negativ auf den Strompreis auswirken könnte. Dass die deutsche Wirtschaft in eine voraussichtlich über Herbst und Winter andauernde Rezession rutschen wird, verdeutlicht die Schwere der Energiekrise. Vor allem energieintensive Industriebranchen sind unter Druck geraten. Angesichts ihres im Vergleich zur Industrie tendenziell deutlich geringeren Energieverbrauchs sind Händler und Dienstleister zwar eher indirekt betroffen. Allerdings bekommen sie die Kaufzurückhaltung der Konsumenten zu spüren. Gas- und Strompreisbremsen dürften Haushalte und Unternehmen aber immerhin im nächsten Jahr etwas entlasten.

„Wie könnte die LNG-Versorgung Deutschlands und Europas zu- künftig aussehen?“

EXPERTEN-INTERVIEW

Interview (vom 24. November 2022) mit **Stephan Sporkmann**,
Senior-Credit-Analyst Öl & Gas der DZ BANK

FRIEDRICH: Welche Rolle spielt Flüssiggas aktuell, aber auch mit Blick auf den Winter?

Stephan Sporkmann: Flüssiggas ist sehr bedeutend geworden. Man merkt das beispielsweise, wenn man morgens die Wirtschaftszeitungen durchblättert. Ungefähr jeder dritte Artikel beschäftigt sich mit dem Thema Flüssiggas: Welche Wiederverdampfungsschiffe sind gerade nach Deutschland gekommen? Wer schließt mit wem Verträge? Das spiegelt die gewachsene Bedeutung ganz gut wider. Zur Einordnung ein kurzer Blick zurück: Vor diesem Jahr waren wir fast ausschließlich auf Pipeline-Gas gepolt – hauptsächlich natürlich aus Russland, aber auch aus Norwegen und aus den Niederlanden. Die Lieferstopps seitens Gazprom, die im Laufe des Jahres immer weiter verschärft wurden, haben dann dazu geführt, dass wir gezwungen waren, uns nach Alternativen umzusehen. Die Norweger haben zwar auch etwas mehr geliefert. Aber um diese substantiellen russischen Mengen zu ersetzen, waren wir gezwungen, uns dem LNG-Markt zuzuwenden. Das war der Gamechanger. Im bisherigen Jahresverlauf waren wir vor allem auf belgisches LNG angewiesen, also das in Belgien angelandet und dann über Pipelines nach Deutschland gebracht wurde. Das ändert sich jedoch gerade: Aktuell und in den nächsten Wochen kommen bis zu drei Wiederverdampfungsschiffe nach Deutschland, machen in den Häfen in Wilhelmshaven, Brunsbüttel und Lubmin fest und ermöglichen es uns dann, Flüssiggas direkt nach Deutschland zu importieren. Noch bedeutender wird LNG aber nächstes Jahr. Wir erinnern uns: Bis Mitte 2022 ungefähr haben wir noch russisches Gas bekommen und das auch sehr rege genutzt, um die Speicher hier in Deutschland zu füllen. Das fällt nächstes Jahr weg – allein schon, weil die Nord-Stream-Pipeline aufgrund der Sabotage nicht mehr nutzbar ist. Wir brauchen also nochmals mehr Gas aus anderen Quellen und da werden wir dann noch stärker auf LNG setzen müssen. Dass das dann auch insbesondere im darauffolgenden Winter 2023/24 möglich ist, dazu tragen dann nochmals weitere Wiederverdampfungsschiffe bei. Bis zu sieben können es insgesamt werden. Es sollen also noch mal drei bis vier in unseren Häfen festmachen, sodass wir dann ein wirklich breites Portfolio haben, um Flüssiggas importieren zu können.

FRIEDRICH: Können die zusätzlichen LNG-Mengen, die Europa benötigt, problemlos auf dem Weltmarkt beschafft werden?

Stephan Sporkmann: Es reicht nicht, einfach nur die Infrastruktur zu schaffen, sondern wir müssen auch sehen, dass wir die LNG-Cargos nach Europa oder nach Deutschland lotsen. Dies gilt umso mehr, als dass auch Asien – die traditionell eigentlich wichtigste Flüssiggas-Kundengruppe – und hier insbesondere Japan, China und Korea eben dieses Flüssiggas benötigen. Kurzfristig ist es sehr schwierig, die Kapazität an die gestiegene Nachfrage anzupassen. Flüssiggas-Projekte dauern in der Entwicklung mindestens fünf, sechs Jahre und sind milliardenschwere Projekte. Daher ist es nicht möglich, kurzfristig zusätzliche Kapazitäten zu schaffen. Eine Ausnahme bilden die Projekte, die in den letzten Jahren schon entwickelt worden sind und teilweise in diesem Jahr, teilweise im nächsten Jahr an den Markt kommen. In den USA gibt es das „Calcasieu Pass“, in Mosambik ist ein schwimmendes Verflüssigungsschiff „on stream“ gegangen. Auch Equinor konnte eine Anlage, die in den letzten anderthalb Jahren repariert werden musste, wieder in Betrieb setzen. Und zuletzt bleibt auch noch die Hoffnung, dass Freeport LNG – die Anlage ging im Sommer dieses Jahres aufgrund eines Feuers außer Betrieb – im Frühjahr 2023 zurückkommt und wir dadurch dann auch wieder genug Flüssiggas zur Verfügung stehen haben. Und ein zweiter Faktor ist die Nachfrageseite: Aktuell besteht die Hoffnung, dass China als Nachfrager weniger stark am Flüssiggasmarkt auftritt, als das in den vorherigen Jahren der Fall war. Die Chinesen haben schon relativ viele langfristige Flüssiggas-Verträge abgeschlossen. Überdies haben die Lockdowns die wirtschaftliche Aktivität reduziert, sodass wir vermuten, dass die variabel verfügbaren LNG-Cargos dort gerade nicht in dem Maße benötigt werden, wie das vielleicht in den letzten Jahren der Fall war. Dadurch könnte es dann in diesem Winter ausreichen. Am Ende ist es dann aber auch eine Frage des Preises: Wer hat die höchste Zahlungsbereitschaft? Die Europäer haben diesen Sommer schon sehr, sehr tief in die Tasche gegriffen, um die LNG-Cargos nach Europa zu holen. Für den anstehenden Winter würden wir ebendies erwarten, nämlich dass man tatsächlich in den Preiswettbewerb mit Asien tritt, um die notwendigen LNG-Cargos nach Europa zu locken.

FRIEDRICH: Bedeutet das, dass wir uns auf dauerhaft stark erhöhte LNG- und damit auch Gassendpreise für Verbraucherinnen und Verbraucher einstellen müssen?

Stephan Sporkmann: Grundsätzlich erwarten wir, dass die Preise kurzfristig hoch bleiben. Der LNG-Markt ist ein sehr enger Markt, insbesondere wenn man den Teil des LNG-Marktes betrachtet, der nicht mit langfristigen Verträgen versehen ist. Das sind LNG-Schiffe, deren finaler Abnahmeort bei Verschiffung vertraglich noch gar nicht feststeht. So kommt es beispielsweise vor, dass Schiffe nach Asien fahren und aufgrund interessanter Preisunterschiede umkehren und Europa ansteuern. Dieser Markt ist also sehr eng und jede zusätzliche Nachfrage kann dann zu Preisspitzen führen. Kurzfristig würden wir also erwarten, dass die Preise weiterhin hoch bleiben und punktuell auch noch einmal weiter steigen könnten. Für den Endkunden sieht es – zumindest in Deutschland – ein bisschen anders aus. Die Bundesregierung plant, die Gaspreisbremse zum 1. März – rückwirkend zum 1. Januar – zu aktivieren. Wenn das so kommt, dann werden sowohl die privaten Haushalte als auch die Industriekunden zumindest bis 2024 ein wenig von diesen Gaspreisexzessen abgeschirmt, wenngleich der in dieser Gaspreisbremse festgeschriebene Preis immer noch signifikant über den Niveaus liegt, die wir in den Jahren vor 2021 beobachtet haben.

FRIEDRICH: Mit Blick auf die längerfristigen Klimaziele will die EU weg von fossilen Energieträgern. Wie passt LNG hier hinein? Löhnen sich milliardenschwere Investitionen in die Infrastruktur überhaupt?

Stephan Sporkmann: Das ist tatsächlich eine berechtigte Frage, die noch nicht so stark im Fokus steht. Aber die Gefahr besteht natürlich, dass man sogenannte „stranded assets“ – gestrandete Vermögenswerte – hat, die dann zu einem gewissen Zeitpunkt nicht mehr gebraucht werden, nämlich dann, wenn wir uns schneller von den fossilen Brennstoffen trennen, als man das vielleicht bis jetzt erwartet. Unsere grundsätzliche Einschätzung diesbezüglich wäre allerdings, dass Gas noch sehr lange gebraucht wird. Insbesondere ist der Vorteil von Erdgas im Vergleich zu Kohle, aber auch zu Kraftstoffen oder zu Rohöl, dass der Emissionsfaktor deutlich geringer ist – es ist also umweltfreundlicher bei der Verbrennung. Vor diesem Hintergrund würden wir eher erwarten, dass man zunächst Kohlekraftwerke abstellt, weil diese ein Vielfaches schädlicher sind. Von jetzt auf gleich zu 100% auf Erneuerbare umzustellen, ist leider nicht möglich, weil der Ausbau einfach nicht schnell genug voranschreitet. Vor diesem Hintergrund brauchen wir eine Brückentechnologie – eine Übergangstechnologie – und die wird eben Gas zugesprochen, weil es sauberer ist. Daher glauben wir also, dass wir noch lange Zeit eine gute Gasnachfrage sehen werden und Investitionen sich – je nach Preis mehr oder weniger schnell – rentieren können. Es gibt jedoch einen Risikofaktor, nämlich dass wir einfach viel schneller in das kohlenstofffreie Zeitalter überwechseln. Das hat beispielsweise auch die Internationale Energieagentur IEA in ihrem World Energy Outlook 2022 beschrieben, den sie im Oktober herausgegeben hat. So haben die USA zum Beispiel mit dem Inflation Reduction Act ein Maßnahmenpaket umgesetzt, welches viele Investitionen im Bereich der Erneuerbaren, aber auch im Bereich der Wärmepumpen anreizt. Wenn die Transformation hier schneller verläuft, würden wir uns natürlich auch etwas schneller vom Gas lösen. Zudem könnte die Transition befeuert werden, wenn Klimakatastrophen oder Notstände immer sichtbarer werden und man immer schneller versucht, diesen Weg zu beschreiten. Stand jetzt sehen wir aber noch eine gute Nachfrage für Gas über die nächsten Dekaden gegeben.

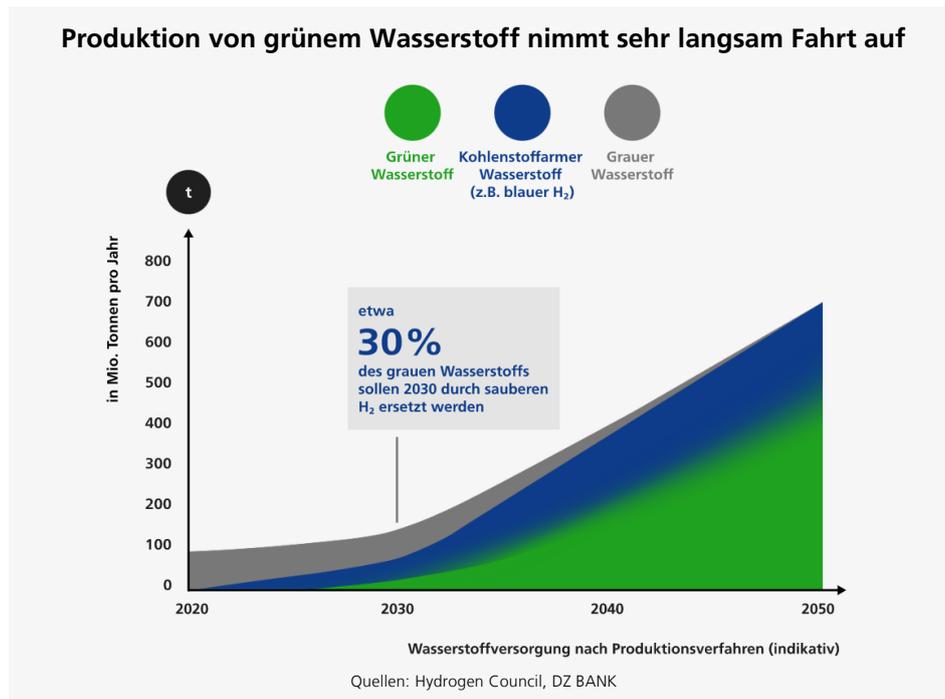


RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Robert Czerwensky, Analyst

Angesichts explodierender Gas- und Strompreise sollte die Energiewende noch schneller Fahrt aufnehmen. Unternehmen investieren verstärkt in Energieeffizienz und erneuerbare Energien. Ein Fokus liegt dabei auf der Etablierung von Wasserstoff in Europa. Doch einem raschen Ausbau stehen noch einige Hürden im Weg.

Eine so günstige Energiequelle wie russisches Erdgas ist schwer zu ersetzen. Ein großer Hoffnungsträger ist grüner Wasserstoff (H₂). Die schrittweise Einstellung der Gaslieferungen aus Russland sorgte für explodierende Preise und eine höhere Nachfrage nach alternativen Strom- und Wärmequellen (Kohle, Kernkraft, Öl, regenerative Energien). Gleichzeitig fördert die Preisexplosion ein neues Energiebewusstsein und langfristig eingesparte Energie trägt dazu bei, die Klimaziele zu erreichen. Nach Ansicht der Internationalen Energieagentur (IEA) könnte die derzeitige Lage die Energiewende vorantreiben, sodass sich der Strukturwandel beschleunigt. Neue politische Maßnahmen in den wichtigsten Energiemärkten werden die jährlichen Investitionen in saubere Energie bis 2030 um mehr als 50% gegenüber heute ansteigen lassen, so die Berechnungen der IEA. Eine nachhaltige Stromproduktion aus Sonne und Wind ist notwendig, um klimaneutralen grünen Wasserstoff mittels Elektrolyse herzustellen. Der schnellere Ausbau der regenerativen Stromerzeugung steht zwar ganz oben auf der politischen Agenda in Deutschland, reicht aber in den nächsten Jahren noch lange nicht aus, um auch nur den „normalen“ Strombedarf (ohne H₂-Produktion) zu decken.



Noch keine „freie Fahrt“

Bundeswirtschafts- und Klimaschutzminister Robert Habeck präsentierte kurz nach seinem Amtsantritt ein großes Klimaschutz-Sofortprogramm und erklärte, dass jetzt unbedingt die Geschwindigkeit der Emissionsminderung verdreifacht werden müsse. Ein Schlüsselement in dem Ausbauplan ist grüner Wasserstoff aus erneuerbaren Energien. Zusätzliche staatliche Förderung soll die Marktreife dieses potenziell klimaneutralen Energielieferanten vorantreiben. Das Ausbauziel für Elektrolyse, mit der Wasser in Wasserstoff und Sauerstoff zerlegt wird, wurde gegenüber dem bisherigen Ziel auf 10 Gigawatt bis 2030 verdoppelt. Der Realitätscheck fällt jedoch ernüchternd aus. Denn aus einer Analyse von E.ON, die auf Daten des Energiewirtschaftlichen Instituts an der Universität zu Köln (EWI) basiert, geht Folgendes hervor: Erst 65 Megawatt sind installiert und alle geplanten Projektvorhaben summieren sich auf eine Gesamtkapazität von nur etwa 5,6 Gigawatt im Jahr 2030. Derzeit sieht es so aus, dass das neue Ausbauziel der Bundesregierung für Elektrolyseanlagen nur etwa zur Hälfte erreicht werden kann.

Aufgrund des begrenzten Potenzials für erneuerbare Energien in Deutschland und Europa ist bereits absehbar, dass nicht ausreichend grüner Wasserstoff produziert werden kann, um die Klimaziele zu erreichen. Aus unterschiedlichen Studien geht hervor, dass 2030 wahrscheinlich mehr als 75% des benötigten grünen Wasserstoffs (E.ON-H₂Bilanz: 50,5 Terrawattstunden) nach Deutschland importiert und dann über Rohrleitungen verteilt werden müssen. Bleibt der Ausbau der Elektrolysekapazität deutlich unter Plan, wäre eine noch größere Importmenge aus Kanada, Spanien, Australien oder Nordafrika nötig. Hierfür fehlt 2030 aber voraussichtlich noch eine vollständig ausgebaute Transportinfrastruktur an den Häfen und im Land. Dass große Teile des Erdgasnetzes in Deutschland und für den Import aus dem europäischen Ausland für den H₂-Transport umgerüstet werden könnten, ist zwar hilfreich. Leitungen, die für reinen Wasserstoff geeignet sind, gibt es bisher aber nur auf einer Gesamtlänge von etwa 417 Kilometern (0,1% des deutschen Gasnetzes), weitere 2.273 Kilometer sind geplant. Das größte Wasserstoffnetz mit einer Länge von 240 Kilometern betreibt aktuell Air Liquide im Rhein-Ruhr-Gebiet, um Großabnehmer in der Industrie zu beliefern. Ob die bisherigen Gasnetzbetreiber auch ein Wasserstoffnetz betreiben dürfen, ist aufgrund von aktuellen Plänen der EU-Kommission zur Entflechtung der Betreiber ungewiss. Das wirft die Frage auf, wer das zukünftige Wasserstoffnetz aufbauen und das bestehende Gasnetz umrüsten soll. Wir sehen die Gefahr, dass bürokratische Hürden den Ausbau der H₂-Infrastruktur unnötig verzögern. Eine „freie Fahrt“ für einen ungebremsen H₂-Import und Handel wäre aus unserer Sicht aber besonders wichtig für den schnellen Hochlauf der Wasserstoffwirtschaft.



Das Henne-Ei-Problem

Unternehmen zögern aktuell Investitionen in grüne Wasserstoffanwendungen hinaus, weil sie nicht sicher sind, ob ausreichend grüner Wasserstoff zur Verfügung steht. Das führt dazu, dass die Produktion von Wasserstoff nicht schnell ausgebaut wird, weil sich die Anbieter wiederum nicht sicher sein können, dass es ausreichend Abnehmer für den grünen H₂ gibt. Dieses Henne-Ei-Problem erschwert, dass Angebot und Nachfrage rasch zunehmen und in technologischen Fortschritt investiert wird.



Die bisherige Nachfrage nach grünen Wasserstoffanwendungen lebt nahezu ausschließlich von staatlicher Förderung, weil der Preis des Energieträgers vergleichsweise hoch ist und es unklar ist, wann sich dies ändert. E.ON beschreibt das Problem so: „In der Energiewirtschaft gilt ein einfacher Grundsatz: Die günstigste Energieform setzt sich durch“. Grüner Wasserstoff wird häufiger dezentral erzeugt, was aufwendiger ist als die Produktion von klimaschädlichem „grauem“ Wasserstoff in Großanlagen. Aus unserer Sicht gibt es kein besseres Verkaufsargument für grünen Wasserstoff als einen zukünftig sinkenden Preis. Es ist bereits absehbar, dass Elektrolyseverfahren immer effizienter werden und Lösungen im industriellen Maßstab für sinkende Herstellungskosten sorgen. Für den Importpreis sind die Herstellungskosten ein wichtiger Aspekt, aber wie beim Gaspreis gibt es noch weitere Einflussfaktoren. Die Bundesregierung setzt langfristig auf grünen Wasserstoff. Sie geht davon aus, dass sich in den nächsten zehn Jahren ein globaler und europäischer Wasserstoffmarkt herausbilden wird, auf dem beispielsweise auch „blauer“ Wasserstoff gehandelt wird. Deutschland ist eng in die europäische Energieversorgungsinfrastruktur eingebunden. Aufgrund dessen sollte nach unserer Einschätzung in Deutschland zukünftig auch günstigerer CO₂-neutraler „blauer“ Wasserstoff eine Rolle spielen und übergangsweise genutzt werden, obwohl sich die Politik auf den teuren, aber klimaneutralen Wasserstoff festgelegt hat.

Nippon macht es vor

Japan setzt schon seit vielen Jahren auf die Produktion von Wasserstoff und wasserstoffhaltigem Ammoniak aus fossilen Brennstoffen (Öl, Gas), da sich aufgrund der etablierten Verfahren schneller größere Mengen herstellen lassen. Das anfallende CO₂ wird weiterverarbeitet oder gespeichert. So wird „blauer“ Wasserstoff verwendet, der CO₂-neutral ist. Der frühe Einstieg in die Wasserstofftechnologie sorgte dafür, dass Japan weltweit die meisten Patente hierzu angemeldet hat. Als Vorreiter hat das ostasiatische Land auch bereits massiv in den Aufbau von globalen Lieferketten und Techniken zum einfachen Transport investiert, was wir als Wettbewerbsvorteil ansehen. Japan will später auf grünen Wasserstoff umsteigen.

Um den Praxiseinsatz von grünem Wasserstoff noch schneller voranzutreiben, müsste nach Ansicht der Industrie das Förderumfeld in Deutschland verbessert werden, weil so das Risiko für Fehlinvestitionen sinkt. Dabei sollte nicht nur die Anschaffung von Wasserstofftechnologie gefördert werden, sondern teilweise auch die Betriebskosten. Zusätzlich müssten die Genehmigungsverfahren für Produktion und Import von grünem Wasserstoff deutlich beschleunigt werden. Angeheizt wird diese Diskussion durch das Subventionsprogramm „Inflation Reduction Act“ (IRA), das die USA im Sommer verkündeten. Es umfasst ein Volumen von rund 400 Mrd. US-Dollar, unter anderem für den Ausbau der Wertschöpfungskette für klimaneutralen Wasserstoff und die CO₂-Speicherung. Im Gegensatz zu Europa erfolgt die Mittelvergabe über einfache, klare Bedingungen und im Wesentlichen über Steueranreize. Kritische Stimmen aus der deutschen Industrie und Politik warnen vor Protektionismus und fordern Gegenmaßnahmen aus Brüssel und Berlin. Besonders gefährlich ist die Kombination aus niedrigen Gas- und Stromkosten in den USA und den einfachen Fördermaßnahmen, die viele Investitionen aus Europa umlenken dürfte.

Kurzfristig keine Lösung, langfristig vielleicht ein Renner

Die erwarteten höheren Investitionen in die Energiewende sind grundsätzlich positiv für den Hochlauf der Wasserstoffwirtschaft. Viele technologische Anwendungen stecken aber noch in den Kinderschuhen und müssen effizienter werden: Die Importinfrastruktur fehlt, es gibt bürokratische Hürden und die Herstellungskosten für grünen Wasserstoff sind zu hoch. Um die Energiestruktur eines Landes zu ändern, braucht es Jahrzehnte und viel Geld. Die politisch gewollte Beschränkung auf teuren grünen Wasserstoff erfordert höhere staatliche Förderung als eine „farbenfreie“ H₂-Politik wie in Japan – und verzögert zudem die Beschleunigung der Wasserstoffwirtschaft. Als kurzfristige Alternative zum russischen Gas oder als Zwischenlösung für die nächsten Jahre taugt grüner Wasserstoff – der „Champagner unter den Energieträgern“ – daher kaum.



MUSTERPORTFOLIO

Christoph Müller & Thorsten Wenzel, Analysten

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

DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

Autor: Christoph Müller, 30. November 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.

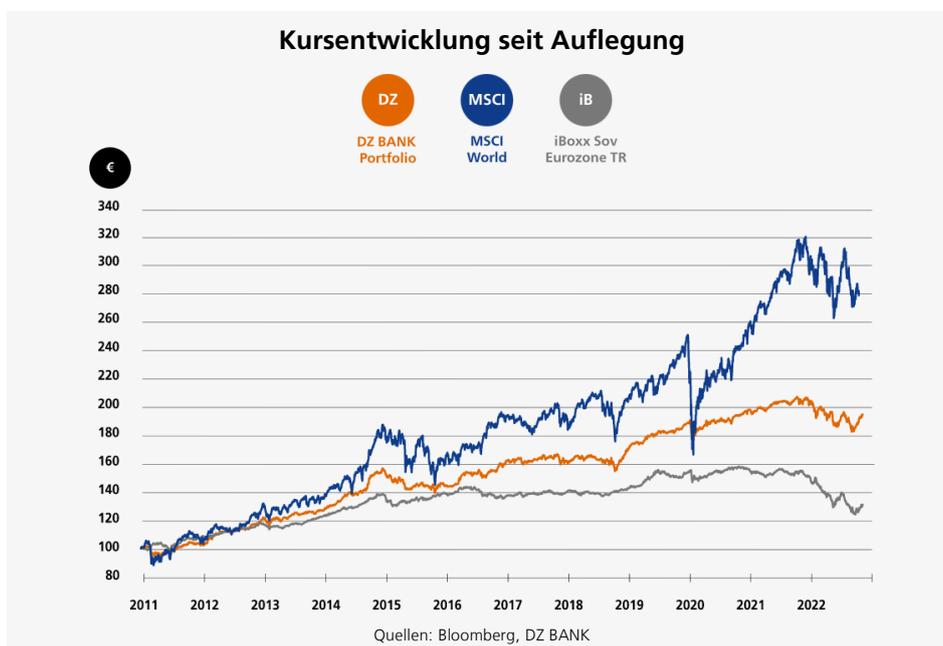
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten 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.

Die Aktienmärkte haben in den vergangenen zwei Monaten eine imposante Aufwärtsralle vollzogen. Notierte beispielsweise der deutsche Leitindex DAX Ende September 2022 noch bei 11.865 Punkten, stieg er in der zweiten November-Hälfte zeitweise auf über 14.500 Punkte. Wie bereits im Frühjahrsquartal konnte die Berichtssaison den Aktien wichtige Impulse liefern. Es zeigt sich, dass vor allem die Großunternehmen, die über starke Preissetzungsmacht verfügen, gut durch das krisengeplagte Umfeld navigieren. Zugute kam den Aktienmärkten auch, dass die Zinserhöhungsängste im Zuge der niedrigeren US-Inflationsdaten zuletzt nachließen und die Renditen für US- sowie deutsche Staatsanleihen korrigierten.

Kurzfristig mag das Umfeld für die Aktienmärkte angesichts einer von uns erwarteten Rezession sowohl im Euroraum als auch den USA im Winterhalbjahr zwar anfällig bleiben. Die Aussichten für das Jahr 2023 sind jedoch positiv, sollte sich doch bei nachlassendem Inflationsdruck ein binnenwirtschaftlich getriebener moderater Aufschwung ab dem Frühjahr einstellen. Setzt die Konjunkturerholung ein, werden die Kapitalmarktrenditen aller Voraussicht nach wieder ihren Aufwärtstrend in einem weiterhin von Unwägbarkeiten geprägten Makroumfeld aufnehmen.

Angesichts dieser Aussichten und da uns auch im Jahr 2023 Risiken begleiten dürften (Ukraine-Krieg, Energiekrise, Covid-Strategie Chinas) bleiben wir bei unserer ausgewogenen Gewichtung in unserem assetklassenübergreifenden virtuellen Musterportfolio (Aktien: 41%, Anleihen: 23%, Liquidität: 35%). Allerdings nahmen wir Mitte November innerhalb der Aktienklasse einen Tausch vor. Aufgenommen wurden europäische Versicherer, die insbesondere von weiter steigenden Renditen profitieren dürften. In den vergangenen Jahren sahen sich diese Unternehmen mit der Herausforderung konfrontiert, die Garantieverprechen meist älterer Policen in einem Umfeld sehr niedriger Renditen einlösen zu müssen. Hohe zweistellige Milliardenbeträge wurden in die Ausweitung der Zinszusatzreserve investiert. Mit steigenden Renditen dürfte nicht nur die Notwendigkeit dieser Rückstellungen entfallen. Zugleich könnte auf absehbare Zeit sogar die Chance bestehen, Mittel aus der Zinszusatzreserve zu entnehmen. Erfreut dürften die Verantwortlichen zudem zur Kenntnis nehmen, dass die Wiederanlagerendite höher ausfällt. Dies hat das Potenzial, sich nachhaltig auf das operative Ergebnis der Versicherer auszuwirken.

Im Gegenzug zur Aufnahme europäischer Versicherer (5%) verkauften wir die virtuelle Position in kleineren Unternehmen (Small Caps) des Euroraums. Zumindest im direkten Vergleich mit etablierten Großunternehmen (Large Caps) fallen deren Perspektiven wenig erbaulich aus. Ihnen fehlt es in einem Umfeld hoher Inflationsraten an Preissetzungsspielräumen. Zudem weisen Small Caps in der Tendenz eine geringere geografische Diversifikation auf, was gerade vor dem Hintergrund der bestehenden Herausforderungen bei der Energieversorgung in Deutschland und Europa zum Problem werden könnte.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 7. Dezember 2022

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

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

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

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

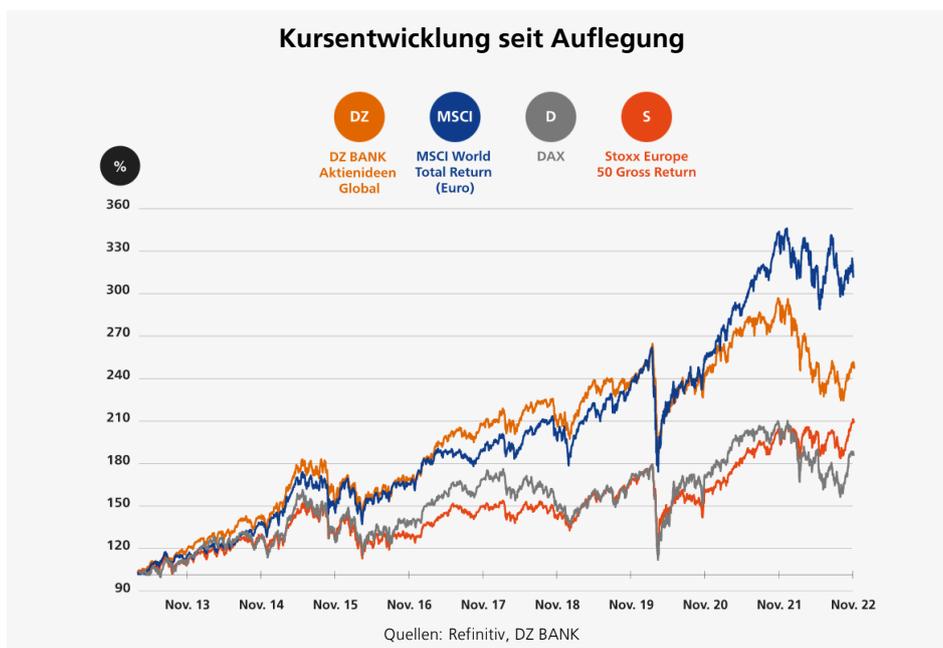
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zum 6. Dezember 2022 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Adidas	02.12.2022	27	124,26	119,06	-4,2%
Aixtron	18.10.2022	119	26,36	31,32	+18,8%
freenet	15.08.2022	150	22,84	20,97	-8,2%
K+S	28.06.2022	133	24,13	20,60	-14,6%
Talanx	15.11.2022	85	39,32	43,66	+11,0%
AbbVie	20.04.2022	24	144,90	154,58	+8,6% (inkl. Dividende)
Alphabet	07.04.2022	20	125,00	92,80	-25,8%
American Express	19.04.2022	20	172,04	148,62	-13,0% (inkl. Dividende)
ASML	28.01.2022	7	566,10	567,80	+1,4% (inkl. Dividende)
Cappgemini	01.09.2022	19	170,15	169,95	-0,1%
ExxonMobil	24.11.2022	33	107,98	100,40	-7,0%
General Motors	30.12.2021	79	50,52	35,90	-28,6% (inkl. Dividende)
Honeywell International	10.10.2022	17	177,04	202,40	+14,9% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2021	13	302,35	234,55	-21,6% (inkl. Dividende)
Mondelez International	10.10.2022	54	57,04	64,11	+12,4%
Orange	01.12.2022	352	9,76	9,47	+0,1% (inkl. Dividende)
Raytheon Technologies	05.05.2022	37	91,20	96,40	+7,4% (inkl. Dividende)
Safran	18.07.2022	30	104,28	116,10	+11,3%
Schneider Electric	30.12.2021	23	172,84	138,24	-18,3% (inkl. Dividende)
Shell	06.05.2022	124	26,87	27,44	+4,8% (inkl. Dividende)
TotalEnergies	30.12.2021	89	44,90	57,72	+36,7% (inkl. Dividende)
Veolia Environnement	06.04.2022	128	27,83	24,83	-7,2% (inkl. Dividende)

Stand: 6. Dezember 2022
Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 6. Dezember 2022 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertverlust von 15,4% verbucht und damit schlechter performed als der DAX (minus 9,7%) sowie Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 2,0%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit minus 9,5%. Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisoren oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.



Hinweise

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

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



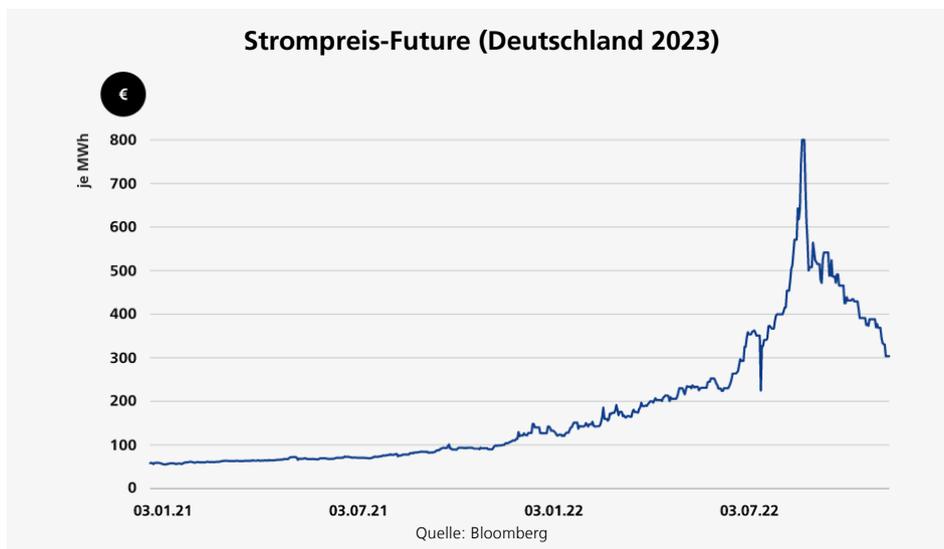
Zufallsgewinn abschöpfen

Eine Steuer zieht Stromerzeuger zur Gegenfinanzierung der Strompreisbremse heran

WUSSTEN SIE SCHON?

Werner Eisenmann, Analyst

Um die „Strompreisbremse“ teilweise gegenzufinanzieren, plant die Bundesregierung die Abschöpfung der immens hohen Gewinne der Stromproduzenten, den Nutznießern der derzeit explodierenden Strompreise. Angesichts der komplexen Ausgestaltung birgt das Vorhaben aber zahlreiche Nebenwirkungen, sodass weitere Anpassungen nicht auszuschließen sind.



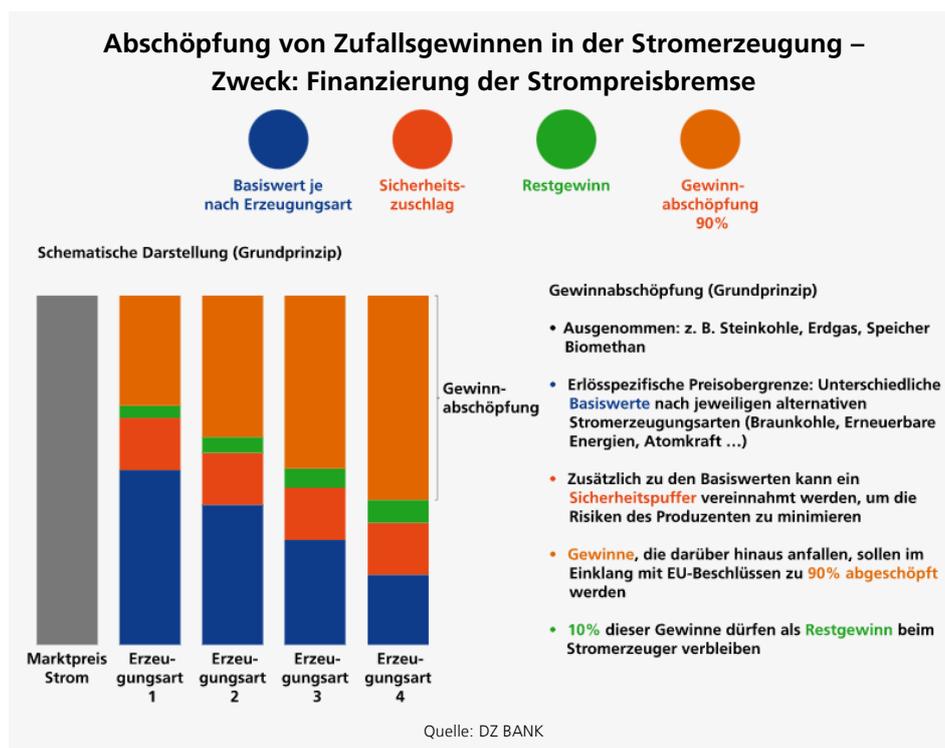
Die Rally der Strompreise in den letzten Monaten ist ein einzigartiges Phänomen, das zu einer Vervielfachung der Strom-Futures auf ein Niveau von bis zu 800 Euro je Megawattstunde (MWh) führte. Zunächst trieb die sprunghaft angestiegene Stromnachfrage im Zuge der Corona-Lockerungen die Preise an. Mit Ausbruch des Ukraine-Kriegs und des daraus entstandenen Erdgasmangels verstärkte sich dieser Aufwärtstrend nochmals dramatisch. Doch es kann noch ein weiterer Preistreiber identifiziert werden: Aufgrund des Strommangels in Frankreich infolge des Ausfalls vieler maroder Kernkraftwerke werden vermehrt teure Gaskraftwerke eingesetzt. Diese setzen im jetzigen Strommarktdesign (Merit-Order-Modell) auch den Preis für alle anderen Erzeugungsarten. Zuletzt hat sich die Situation aufgrund der vollen Gasspeicher und einer milden Witterung zwar wieder etwas entspannt. Dies ändert jedoch nichts daran, dass

die Stromproduzenten auch für Strom, der zu deutlich niedrigeren Kosten produziert wird (zum Beispiel Windkraft, Kernkraft, Braunkohle), die sehr hohen Preise vereinnahmen und stattliche Gewinne generieren. Daher plant die Bundesregierung, einen Teil dieser „zufällig“ generierten Gewinne im Rahmen der getroffenen EU-Regelungen abzuschöpfen und damit einen zweistelligen Milliardenbetrag zur Gegenfinanzierung der Kosten für die Strompreisbremse einzunehmen.

Spezifische Abschöpfung der Gewinne

Keine Schmälerung ihrer Gewinne müssen private Besitzer von Kleinanlagen unter 1 Megawatt (MW) fürchten. Von den Regelungen ebenfalls nicht betroffen sind Anlagen, die ihren Strom mithilfe von Steinkohle, leichtem Heizöl oder Erdgas produzieren. Sie erwirtschaften nämlich keine großen Extragewinne, sind aber für die Versorgungssicherheit elementar. Ferner könnte sich andernfalls der Anteil der Gasverstromung erhöhen. Warum der Gewinn von flexiblen Biogas- und Biomasseanlagen, die verstärkt in Engpassphasen produzieren, dennoch abgeschöpft werden soll, ist daher eine kontrovers diskutierte Frage. Ausgenommen von der Steuer sind auch Stromhändler.

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung geht davon aus, dass die „Zufallsgewinnsteuer“ rückwirkend ab 1. Dezember greift und mindestens bis 30. Juni 2023 gilt. Sie kann aber im Einklang mit den Preisbremsen bis Ende April 2024 verlängert werden. Frühere Konzepte nannten die Starttermine März und September 2022. Wir weisen darauf hin, dass sich im Gesetzgebungsverfahren noch weitere Änderungen ergeben können.



Verschiedene Bausteine bilden die Grenze, ab der die Erlöse abgeschöpft werden sollen. Der Basiswert wird durch die jeweilige Technologie und deren Produktionskosten definiert (Treppenansatz). Bei Braunkohle steht derzeit beispielsweise ein Wert von 30 Euro je MWh zur Diskussion, ergänzt um den Preis für die dafür notwendigen CO₂-Verschmutzungsrechte. Für erneuerbare Energien gilt entweder der Satz für die garantierte Abnahmevergütung (zum Beispiel gemäß EEG-Gesetz) oder bei Selbstvermarktung 100 Euro je MWh. Zum Basiswert wird ein Sicherheitszuschlag von 30 Euro je MWh addiert, der unter anderem die individuellen Risiken der Produzenten minimieren soll. Für Biogasanlagen beträgt der Sicherheitszuschlag 75 Euro je MWh. Alle Erlöse oberhalb dieser technologiespezifischen Erlösobergrenzen werden dann zu 90% abgeschöpft.

Im Terminmarkt gelten generell die gleichen Erlösobergrenzen wie im Spotmarkt. Allerdings können dazu noch die Kosten für die Absicherung der Geschäfte gegen Preisschwankungen (Hedging) angerechnet werden, mindestens aber 10 Euro je MWh. Bei bestehenden Terminmarkt-Geschäften wird dagegen kein zusätzlicher Sicherheitszuschlag gewährt. Für direkte Verträge mit einzelnen Unternehmen, sogenannten Power Purchase Agreements (PPA), sind weitere Sonderregelungen zu beachten.

Risiken und Nebenwirkungen

Unsere Darstellung, wie die Zufallsgewinnsteuer ausgestaltet sein dürfte, ist bei Weitem nicht vollständig und kann durch zahlreiche weitere Details und Wahlrechte ergänzt werden. Und genau dies zeigt die Kernprobleme auf – die extreme Komplexität und eine gewisse Willkür bei den Annahmen. In der praktischen Umsetzung und Implementierung könnte dies zahlreiche Probleme verursachen. Betroffen wären vor allem kleinere Unternehmen, die neben der Zufallsgewinnsteuer oft noch andere regulatorische Herausforderungen (wie Gas-, Strompreisbremse) organisatorisch und personell stemmen müssen. Daher stellt sich für uns die Frage, ob ein zeitlich begrenzter, höherer Steuersatz auf die tatsächlichen Gewinne der Stromproduzenten nicht eine deutlich einfachere und weniger fehleranfällige Lösung gewesen wäre.

Der Kritikpunkt der rückwirkenden Abschöpfung der Erlöse wurde durch die Verschiebung auf Anfang Dezember zwar deutlich entschärft, ist aber weiterhin vorhanden. Viele Betroffene sehen die Rückwirkung als nicht mit der Verfassung vereinbar, sodass Klagen weiterhin im Raum stehen. Außerdem widersprechen rückwirkende Regeländerungen der notwendigen Verlässlichkeit, um die dringend benötigten zukünftigen Investitionen in erneuerbare Energien zu fördern. Solche Maßnahmen stehen naturgemäß auch immer in Zwietracht mit dem Thema Investitionsschutz.

Vertrauensverlust, Verunsicherung und Torpedierung der Energiewende sind die Schlagworte, mit denen die Erneuerbare-Energien-Branche die Gewinnabschöpfung belegt. Einige Vorhaben wurden nach Aussagen von Industrieverbänden bereits vorläufig auf Eis gelegt. Verwiesen wird dabei auf die gestiegenen Zinsen und enorme Kostensteigerungen, beispielsweise für die Anschaffung von Windrädern. Daher sehen sie die Rentabilität einiger Projekte in Gefahr. Bei einer Besteuerung von Gewinnen anstelle von Erlösen wäre dieses Problem wohl nicht entstanden. Ein Preis von etwa 130 Euro + X Euro je MWh ist aus unserer Sicht dennoch genug, um mit alten und neuen Projekten gute Gewinne zu realisieren. Ferner betrifft die Steuer nur einen Bruchteil der Gesamtlaufzeit der Anlagen. Insbesondere globale Akteure investieren jedoch dort, wo die höchsten Renditen zu erwirtschaften sind. Nicht auszuschließen ist daher eine Allokation von Investitionen in Regionen außerhalb Deutschlands und der EU. Die USA schufen zum Beispiel mit dem „Inflation Reduction Act“ sehr stabile und attraktive Subventionsmechanismen.

Die oftmals kleinen Betreiber von Biogas- und Biomasseanlagen sehen sich teilweise in ihrer Existenz bedroht, obwohl sie für die Stabilität und Versorgungssicherheit eine immer wichtigere Rolle spielen. Auch die höheren Sicherheitszuschläge reichen ihres Erachtens nicht aus, die immens gestiegenen fixen und vor allem variablen Kosten zu decken. Beispielsweise hat sich der Preis für Altholz ungefähr verzehnfacht. Der Anreiz, vor allem in Zeiten mit besonders hohem Strombedarf zu produzieren, ist durch die Abschöpfung zudem nicht mehr gegeben. Dies stellt ein Risiko hinsichtlich der Versorgungssicherheit dar.

Eine weitere Gefahr besteht darin, dass Industriekunden, die PPAs abschließen wollen, in den Verhandlungen plötzlich mit deutlich höheren Preisen konfrontiert werden. Derzeit hat dieser Kundenkreis nur wenig Verhandlungsspielraum, sodass Stromerzeuger versuchen könnten, die Nachteile aus der Abschöpfung einfach an die Kunden weiterzureichen.

Weitere Kritikpunkte an den im Raum stehenden Vorschlägen sind, dass die Steuer nur Kraftwerksbetreiber, nicht aber Stromhändler trifft und dass infolge der unterschiedlichen Regelungen für Spot-, PPA- und Terminmärkte eine Lenkungswirkung eintritt, die zu Liquiditätsproblemen und damit nicht marktgerechten Preisen führen könnte.

Möglicherweise geht es auch einfacher

Die geplante Zufallsgewinnsteuer in ihrer jetzigen Form ist unseres Erachtens zwar gut gemeint, ihre Praxistauglichkeit muss sie aber erst unter Beweis stellen. Bei der Umsetzung des Vorhabens könnten aufgrund der hohen Komplexität unerwünschte Nebenwirkungen eintreten, wie geringere Investitionen in erneuerbare Energien und flexible Biomasse/Biogasanlagen oder höhere Stromkosten für Industriekunden. Weitere Anpassungen schließen wir daher nicht aus. Dafür, dass sich die Regierung doch noch für ein deutlich einfacheres Konzept entscheidet, zum Beispiel eine Gewinnbesteuerung, ist das Gesetzgebungsverfahren aber vermutlich bereits zu weit fortgeschritten.



Auf die Bremse drücken

Maßnahmenpakete der Bundesregierung sollen inflationsbedingte Belastungen abfedern

WAS IST EIGENTLICH?

Dr. Christoph Swonke, Economist

Bisher konnte die deutsche Wirtschaft den vielfältigen Belastungsfaktoren trotzen. Eine Stütze waren dabei die privaten Konsumausgaben. Im Winterhalbjahr 2022/23 wird die Wirtschaft inflationsbedingt aber voraussichtlich in eine Rezession abrutschen. Den bestehenden Preisdruck will die Regierung mit umfangreichen Maßnahmen bremsen. Allerdings wird das Gros der Entlastungen erst 2023 greifen.

Die Energiepreise haben sich infolge des Ukraine-Kriegs deutlich verteuert und die Inflation auf neue Rekordhöhen gehoben. Gas und Strom sind die Haupttreiber, sodass Haushalte und Unternehmen in großer Sorge sind. Deshalb möchte die deutsche Regierung unter anderem mit einer Gas- und Strompreisbremse gegensteuern.

Geplante Preisbremsen

Die Strompreisbremse ist für Januar 2023 geplant. Haushalte und kleinere Unternehmen sollen ein Grundkontingent in Höhe von 80% des bisherigen Verbrauchs für einen Bruttopreis von 40 Cent je Kilowattstunde (KWh) erhalten. Für die Industrie soll ein Nettopreis von 13 Cent pro KWh für ein Grundkontingent von 70% des historischen Verbrauchs gelten.

Komplexer ist die zweistufige Gaspreisbremse. In der ersten Stufe übernimmt der Staat einmalig die Abschlagszahlung der privaten Haushalte für den Dezember 2022. Als Richtwert gilt die Jahresverbrauchsprognose, die der Abschlagszahlung für den September 2022 zugrunde liegt. Für Eigenheimbewohner oder Mieter mit einem eigenen Vertrag mit einem Gasversorger entfällt die Abschlagszahlung. Lassen Mieter die Versorgung über ihre Vermieter regeln, soll die Dezember-Entlastung mit der nächsten jährlichen Heizkostenabrechnung weitergegeben werden. Die zweite Stufe der Preisbremse für Gas und Fernwärme soll im März 2023 in Kraft treten und möglicherweise rückwirkend auch Januar und Februar erfassen. Für 80% des Vorjahresverbrauchs der Haushalte und kleine Gewerbekunden soll das Gas 12 Cent pro KWh kosten, bei Fernwärme sollen es 9,5 Cent pro KWh sein.

Für Industriebetriebe soll die Gaspreisbremse bereits ab Januar 2023 greifen. Der Preis wird dabei auf 7 Cent pro KWh für 70% des Gasverbrauchs gedeckelt, unter Ausschluss staatlicher Strompreisbestandteile

wie Steuern, Entgelte und Umlagen. Allerdings müssen die Firmen ihre Teilnahme an dem Preissenkungsprogramm öffentlich machen und bei ihrem Versorger anmelden. Außerdem sollen die Unternehmen garantieren, dass ihr Standort und 90% der Arbeitsplätze längerfristig erhalten bleiben, wenn sie die Hilfen beantragen.

Finanzierung der Gas- und Strompreisbremse

Um die vielfältigen Folgen der hohen Inflation abzufedern, stellt die Bundesregierung bis zu 200 Mrd. Euro bereit – das entspricht rund 5% des Bruttoinlandsprodukts. Für die Gaspreisbremse veranschlagt die Bundesregierung ein Ausgabenvolumen von rund 54 Mrd. Euro – etwa 33 Mrd. Euro für Haushalte und Gewerbe sowie 21 Mrd. Euro für die Industrie. Die Strompreisbremse wird die Staatskasse schätzungsweise mit 50 Mrd. bis 70 Mrd. Euro belasten; die genauen Beträge hängen von den weiteren Preisentwicklungen ab. Die übrigen Mittel des Wirtschaftsstabilisierungsfonds sollen genutzt werden, um zusätzliche Stützungsmaßnahmen zu finanzieren.

Auswirkungen auf Konjunktur und Inflation

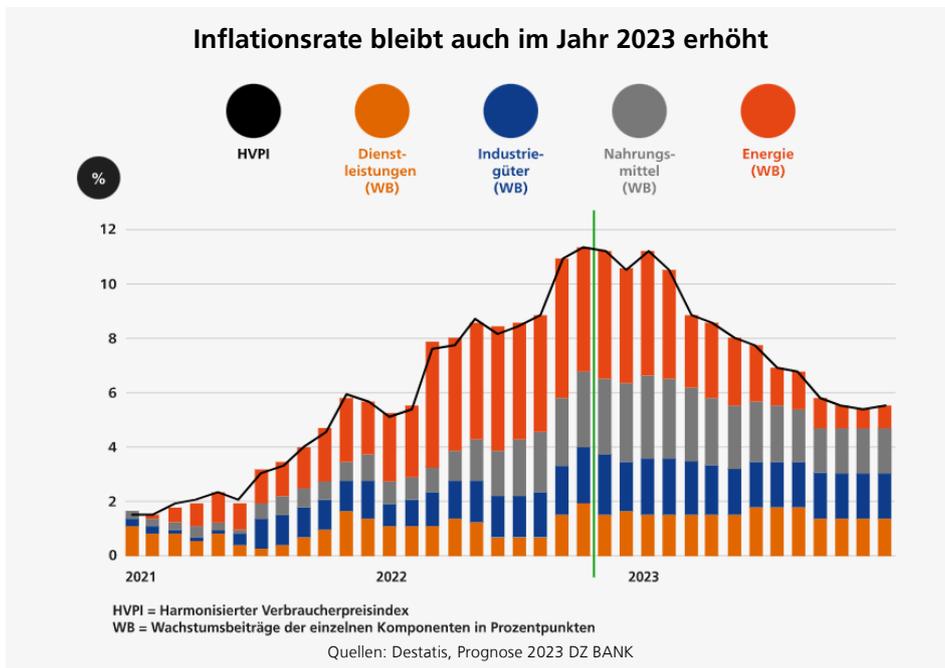
Trotz kräftiger Lohnzuwächse ist 2023 mit deutlichen Einkommenseinbußen zu rechnen. Grund dafür sind hohe Teuerungsraten in realer Rechnung. Dies wird den privaten Konsum empfindlich dämpfen. Im Winterhalbjahr 2022/23 wird der Kaufkraftverlust der privaten Haushalte besonders schwerwiegend sein. Hinzu kommen verhaltene Investitionen, die durch die hohe Unsicherheit und die weltweite Nachfrageschwäche gehemmt werden. Die globale Konjunkturabschwächung wird zudem den deutschen Exporten weiter zusetzen.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die deutsche Volkswirtschaft eine ausgeprägte Rezession im Winterhalbjahr 2022/23. Erst ab dem Frühjahr 2023 – mit Ende der Heizsaison – dürfte eine moderate Erholung folgen. Das Thema Energiesicherheit wird dann voraussichtlich wieder etwas in den Hintergrund treten. Mit der Strompreisbremse ab Januar 2023 und der Gaspreisbremse ab Januar beziehungsweise März 2023 kommen die Entlastungen endlich bei den Unternehmen und Haushalten an. Die beiden Maßnahmen werden den Ausgabenspielraum der privaten Haushalte trotz anhaltend hoher Inflationsraten etwas erweitern. Die Industrie erhält damit eine höhere Planungssicherheit. In der Summe gehen wir aber von einem Rückgang des deutschen Bruttoinlandsprodukts im Jahresdurchschnitt 2023 in Höhe von 1,9% gegenüber dem Vorjahr aus.

Im Dezember 2022 wird die geplante einmalige Übernahme der Abschlagszahlung die Energiepreise dämpfen. Danach werden der Gas- und Strompreisdeckel zu einem spürbaren Rückgang der Energiepreise führen. In den übrigen Segmenten des Warenkorb der Inflationsberechnung dürfte der hohe Preisdruck jedoch noch länger anhalten. Die Erzeugerpreise sind aufgrund von Lieferschwierigkeiten und erhöhten Vorproduktkosten in den letzten Monaten um bis zu 46% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Neben Energie verteuern sich inzwischen insbesondere Lebensmittel immer stärker. Diese enorme Preiswelle wird nicht schnell in sich zusammenfallen und dementsprechend länger auf die Verbraucherpreise einwirken. Die Inflationsrate dürfte 2023 im Durchschnitt mit 7,6% nur leicht niedriger ausfallen als 2022 (8,7%).

Zwischenzeitliche Rezession ist unvermeidbar

Sowohl die Gas- als auch die Strompreisbremse haben das Potenzial, die negativen Auswirkungen der Inflation auf Produktion und Verbrauch abzufedern. Eines ist aber klar: Eine Vollkaskoversicherung für die hohen Energiekosten bilden die beiden staatlichen Maßnahmen nicht. Da die Kontingente nicht den gesamten Strom- und Gasverbrauch zum niedrigeren Preis deckeln, bestehen die Anreize, Energie einzusparen, weiterhin. Was Unternehmen und private Haushalte darüber hinaus verbrauchen, wird zum höheren Markt- oder Vertragspreis abgerechnet. Bis alle staatlichen Maßnahmen jedoch in Gesetzesform gegossen sind und greifen, werden noch einige Monate vergehen. Außerdem bringen die von der Bundesregierung geplanten Maßnahmen gleichzeitig enorme Kosten für den Staat mit sich. Die hohen Energiepreise werden zwar gedämpft, aber der Preisdruck in anderen Bereichen sorgt dafür, dass die Inflation auch im Jahr 2023 hoch bleibt. Eine zwischenzeitliche Rezession im Winterhalbjahr 2022/23 kann dadurch voraussichtlich nicht verhindert werden.





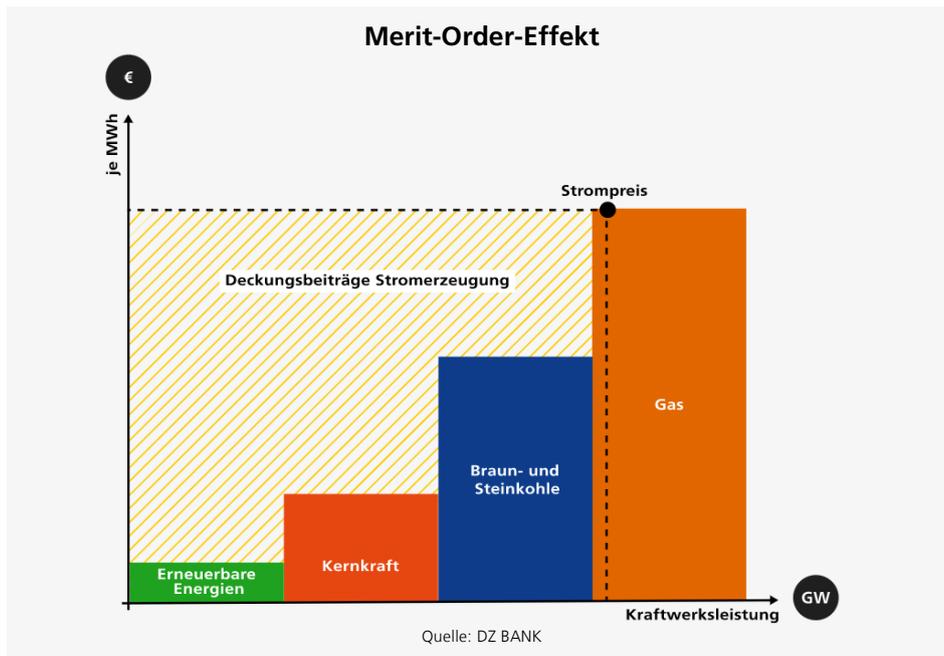
THINK-TANK

Mario Kristl, Analyst

Der rasant gestiegene Gaspreis gibt derzeit auch am Strommarkt den Takt vor. Dass beide Preise aneinandergespeist sind, liegt an dem europäischen Preisbildungssystem für Strom – der sogenannten Merit-Order. Lange Zeit erfolgreich auf dem Weg, die Erneuerbaren voranzubringen, führt der Mechanismus nun zu einer Schiefelage, sodass der Ruf nach einer Reform immer lauter wird.

Nicht nur die Situation an den europäischen Gasmärkten lief – vor allem seit dem russischen Angriffskrieg auf die Ukraine und dem russischen Gaslieferstopp nach Europa – aus dem Ruder. Auch an den europäischen Strommärkten geriet die Lage sukzessive außer Kontrolle. Im August 2022 stieg deshalb der Terminkontrakt für eine Megawattstunde (MWh) Strom für das Kalenderjahr 2023 (Baseload) an der deutschen Strombörse EEX (European Energy Exchange) auf rund 1.000 Euro. Zum Vergleich: Vor der Krise mussten dafür nur rund 50 Euro je MWh bezahlt werden. Auch die Notierungen von aktuell knapp unter 400 Euro je MWh für den Kontrakt für das Kalenderjahr 2023 verdeutlichen immer noch die dramatische Lage – nicht nur am deutschen Strommarkt. Die Hauptschuldige für den massiven Anstieg der Strom-Futures war schnell gefunden. Verantwortlich ist nach Ansicht vieler Marktteilnehmer die Merit-Order, auf der seit vielen Jahren die Strompreisbildung sowohl in Deutschland als auch in der EU basiert.

Die Merit-Order gibt grundsätzlich die Reihenfolge vor, in der die verschiedenen Kraftwerke – im Wesentlichen basierend auf Wasserkraft, Atomenergie, Braun- und Steinkohle, Gas und erneuerbare Energien – für die Stromeinspeisung zugeschaltet werden. Bestimmender Faktor für die Einsatzreihenfolge sind die Grenzkosten, die sich bei einem Kraftwerk aus den Kosten für jede weitere produzierte MWh ergeben. Vorrangig dürfen die Kraftwerke mit den geringsten Erzeugungskosten Strom ins Netz einspeisen. Zur Deckung der gesamten Stromnachfrage werden danach so lange zusätzliche Kraftwerke zugeschaltet, bis der jeweilige Bedarf gedeckt ist. Das letzte Kraftwerk, das den Zuschlag für die Stromeinspeisung erhält, bestimmt dann den Preis, den auch die übrigen eingesetzten Kraftwerke für ihre Einspeisung erhalten. Demnach wird der Strompreis im Rahmen der Einspeisung durch das teuerste Kraftwerk bestimmt.



Die Idee hinter der Merit-Order

Die Merit-Order wurde ursprünglich eingeführt, um vor allem die Marktdurchdringung der erneuerbaren Energien zu fördern. Die Annahme: Durch einen zunehmenden Einsatz von Windkraft- und Solaranlagen, die tendenziell geringe Grenzkosten haben, würde sich die Reihenfolge der zur Stromerzeugung eingesetzten Kraftwerke zukünftig verändern. Im Zuge des Merit-Order-Effekts der erneuerbaren Energien sollten vor allem Gaskraftwerke für die Spitzenlast weit nach hinten und damit sukzessive aus dem Markt gedrängt werden. Mit dem Ergebnis, dass dann nur noch der Strombedarf, der nicht durch Erneuerbare abgedeckt werden kann, durch konventionelle Kraftwerke ausgeglichen wird.

Der Erfolg gab der Merit-Order größtenteils recht. Der Anteil der erneuerbaren Energien am Strommix ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen. Allerdings weht der Wind nicht ständig und auch die Sonne scheint nicht das ganze Jahr durchgehend. In der Folge sind die sehr flexibel und vor allem schnell einsetzbaren Gaskraftwerke zur Stromproduktion weiterhin notwendig. Gleichzeitig jedoch verfügen sie im Vergleich zu den übrigen Primärenergieträgern über spürbar höhere Grenzkosten. In der Vergangenheit bestimmten demnach überwiegend Gaskraftwerke über die Merit-Order den Strompreis. Durch den massiven Anstieg der Gaspreise haben sich die Grenzkosten von Gaskraftwerken, die früher im Bereich zwischen 40 Euro je MWh und 80 Euro je MWh lagen, jedoch schätzungsweise auf zwischenzeitlich über 400 Euro je MWh erhöht. Und angesichts der Strompreisbildung über die Merit-Order sind mit dem Gaspreis automatisch auch die Strompreise explosionsartig angestiegen.

Den Mechanismus modifizieren?

Der dramatische Anstieg der Strompreise in ganz Europa rief umgehend die Politik auf den Plan, die nunmehr im Zuge einer grundlegenden Reform des europäischen Strommarkts die Preise für Haushalte und Industrie dämpfen will. Dabei gilt das Hauptaugenmerk der Merit-Order. So werden vor allem in Deutschland immer mehr Stimmen laut, die im Zuge einer Reform der Merit-Order eine Entkopplung der Strompreise von den Gaspreisen fordern. In den letzten Jahren hatten bereits Frankreich oder auch Tschechien diesen Mechanismus in Frage gestellt. Einem solchen Markteingriff verspernte sich Deutschland allerdings bislang, nicht zuletzt in Anbetracht des politisch gewollten Ausbaus der erneuerbaren Energien. Nun aber setzt sich auch Bundeswirtschaftsminister Habeck augenscheinlich für eine Modifizierung der Merit-Order ein. Selbst die EU-Kommission verwies darauf, dass die Merit-Order unter gänzlich anderen Rahmenbedingungen und für völlig andere Zwecke konzipiert worden ist. Deshalb müssen nach den Vorstellungen von EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen im Zuge einer Strukturreform des europäischen Strommarkts vor allem die Preise von Erdgas und Strom im Rahmen einer modifizierten Merit-Order entkoppelt werden.

Andere Maßnahmen im Vordergrund

Wir würden die aktuelle Diskussion um eine Modifikation der Merit-Order oder sogar eine Abkehr davon in Summe nicht überbewerten – wenngleich die aktuelle Energiekrise mit exorbitant hohen Gas- und Strompreisen durchaus die Grenzen der Merit-Order aufgezeigt hat. Die Merit-Order hat sich allerdings unserer Meinung nach in den Jahren vor der Krise als ein geeignetes Instrument zur Bildung der Strompreise bewährt und den Siegeszug der Wind- und Solarkraft doch stärker gefördert. Seit Beginn des Ukraine-Kriegs und der damit ausgelösten Strom- und Gaskrise steht die Politik aber unter einem enormen Handlungsdruck, um deren Auswirkungen auf die privaten Haushalte und Industrie stärker zu begrenzen. Aus diesem Grund tauchten in den letzten Wochen viele Vorschläge auf, die so schnell, wie sie hervorgeholt worden waren, auch wieder verworfen wurden.

Mittlerweile haben sich in den meisten EU-Ländern vor allem jene Mittel zur Bekämpfung der aktuellen Energiekrise herauskristallisiert: die Strom- und Gaspreisbremsen sowie eine Abschöpfung von „Übergewinnen“. Die Stimmen für eine modifizierte Merit-Order sind damit wieder in den Hintergrund gerückt, nicht zuletzt auch deshalb, weil die derartige Reform ein schwieriges und langwieriges Unterfangen wäre. So setzt eine Modifikation oder Abschaffung die Zustimmung aller EU-Mitgliedsstaaten voraus. Zudem müsste innerhalb des mittlerweile in Bezug auf den Stromhandel stark vernetzten Europas erst eine schlüssige und empirisch belastbare Alternativlösung zur Strompreisbildung erarbeitet werden. Teilweise ist sich die Politik dieser Schwierigkeiten bewusst. So ist etwa das Bundeswirtschaftsministerium wieder zurückgerudert, indem es verlautbaren ließ, dass eine Änderung der Merit-Order doch erst mittelfristig auf der Agenda stehen würde. Auch die EU-Kommission hat beim Zeitplan für eine modifizierte Merit-Order erst einmal ein „langfristig“ nachgeschoben. Unter der Annahme, dass sich die Volatilität der Strom- und Gaspreise wahrscheinlich weiter verringern wird und die derzeitige Energiekrise schrittweise abebbt, schließen wir nicht aus, dass die politischen Forderungen nach einer Modifikation der Merit-Order im Sande verlaufen werden.

Hinzu kommt, dass ein weiterer Treiber für die zuletzt hohen Strom- und Gasnotierungen in Deutschland in den kommenden Monaten möglicherweise entfallen und damit wieder mehr politische Ruhe einkehren könnte: Frankreich dürfte seine aktuellen sicherheitsbedingten Probleme mit zahlreichen älteren Atomkraftwerken, die seit einigen Monaten in dem Land zu massiven Stromengpässen führen, demnächst beheben. Bisher verstromt Deutschland etwa trotz der Knappheit und hohen Notierungen verstärkt Gas, um dem französischen Nachbarn Strom zu liefern. Im Gegenzug will Frankreich Deutschland künftig mehr Gas liefern. Allerdings hat diese solidarische Aktion auch ihren Preis – denn Frankreich treibt damit bislang ebenfalls die Strom- und Gaspreise in Deutschland nach oben.

Διογένης και ἐνέργεια

Diogenes und die Energie

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 im Winter im Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.

Diogenes fragt sich, ob er sich über die „multiple Energiekrise“ Sorgen machen sollte. Aber erst einmal muss er sich da hineindenken. Die antike Philosophie hilft dabei wenig. Das altgriechische „energeia“ war ein ziemlich vager Begriff, der kaum mehr besagte, als dass halt Dinge passieren – nichts, was einen eher praktischen Philosophen groß interessiert. Hätte Diogenes damals schon die Definition von Energie gekannt, die erst viel später eingeführt wurde – ungefähr „die Fähigkeit, Arbeit zu verrichten“ –, dann wäre ihm das auch ziemlich egal gewesen, denn Arbeit war ja bekanntlich nicht gerade seine Lieblingsbeschäftigung.

Was wäre, wenn wir keine fossile Energie mehr hätten? Würde auf der Welt alles erstarren, würde es kalt, dunkel und still? Nun ja, kälter wohl nur in Innenräumen im Winter und dunkler nur zwischen Sonnenuntergang und Schlafenszeit. Erstarren und verstummen würden die Maschinen, nicht aber die Tiere, der Wind und das Wasser, die Sonne würde weiter scheinen, die Pflanzen weiter wachsen, und die Menschen würden wohl weiter plappern und singen – nur halt nicht mehr telefonieren.

In der Kindheit von Diogenes' voriger Inkarnation, vor etwa 150 Jahren, war die einzige Energie im Haus das Feuer im Ofen und im Herd, plus ein paar Öllampen und Kerzen. Mechanische Energie lieferten die Muskeln von Menschen, Kühen und Pferden. Am Rande des Dorfs klapperte eine Mühle am rauschenden Bach vor sich hin – klipp, klapp. In der fernen Stadt gab es angeblich Dampfmaschinen, sogar einige, die auf Schienen fahren, aber das Dorfleben ging auch ohne sie seinen Gang, und man lebte nicht schlecht. In seinem allerersten Leben vor mehr als 2.000 Jahren sah es auch nicht viel anders aus, bis auf die Dampfmaschinen. Zivilisation gibt es also auch ohne Öl, Gas und Strom. Nein, man muss sagen: Es gab sie, denn dorthin zurück können wir nicht. Es ist kaum vorstellbar, dass moderne Gesellschaften den Entzug von Energiequellen und damit den Verlust von vielem, was heute Zivilisation und Menschsein ausmacht, überstehen könnten.

Aber ein Szenario, in dem unsere Energiequellen vollständig versiegen, ist natürlich maßlos übertrieben. Zum Philosophieren ist es nützlich, aber als praktischer Philosoph bleibt Diogenes lieber auf dem Teppich. Es geht ja erst einmal nur um den bevorstehenden Winter. Da muss man wohl mit Knappheiten rechnen. Wenn die freiwilligen Einsparungen nicht ausreichen, muss womöglich rationiert werden. In dem Fall ist es wahrscheinlich sinnvoll, Unternehmen, deren Betrieb technisch kaum Einsparungen ermöglicht, den Vorrang zu geben. Dass Krankenhäuser, Ver- und Entsorgungsbetriebe, Polizei, öffentlicher Nahverkehr und Ähnliches voll funktionsfähig bleiben müssen, steht sowieso außer Frage. Also müssten die privaten Haushalte das Gros der Einschränkungen tragen.

Diogenes selbst übt schon einmal: Wenn er am Schreibtisch sitzt, brennt jetzt nur noch die LED-Schreibtischlampe, und nicht mehr die zwei 500-Watt-Deckenfluter. Zum Musikhören nutzt er Kopfhörer statt der 1.000-Watt-Stereoanlage. Das tägliche heiße Vollbad ist auch verzichtbar. Aber was sonst? Die Wäsche hat er seit jeher auf der Wäscheleine statt im Trockner getrocknet. Geheizt wurde schon immer höchstens ein Raum in der Wohnung (und natürlich das Badezimmer), und seine Wohnung ist gut wärmeisoliert. Er könnte auch mehrere Stunden am Tag ganz ohne Energie im Haus auskommen – vorausgesetzt das Kaffeehaus ist gemütlich warm. Aber 20% Einsparung dürften so schwerlich zusammenkommen. Und selbst wenn jeder Haushalt 20% einsparen könnte, wären es insgesamt nur 6%, denn die Haushalte machen weniger als ein Drittel des deutschen Energiebedarfs aus.

Nach Diogenes' Gefühl könnte es also knapp werden – und die Experten wissen es auch nicht viel genauer. Wie kalt wird der Winter? Wird er „Dunkelflauten“ bringen, also mehrere Tage mit sehr wenig Ausbeute an Wind- und Solarenergie? Die vollen Gasspeicher reichen nicht für den ganzen Winter – kann weiter genug Gas importiert werden? Bringt Frankreich seine reparaturbedürftigen Atomreaktoren rechtzeitig wieder ans Netz? Werden die Franzosen mit ihren Elektroheizungen in einem überdurchschnittlich kalten Winter überhaupt Strom für uns übrig haben?

Der philosophische Imperativ in dieser Situation kann nur lauten: Energie sparen, und ansonsten gelassen bleiben und auf alles gefasst sein. Und darauf setzen, dass der Ausbau der erneuerbaren Energien, der Netze und der Stromspeicher nun vielleicht sogar beschleunigt fortschreitet. Dann wird das Problem von Winter zu Winter kleiner.



Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

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

Stand: 7. Dezember 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.