

FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.



Veröffentlicht am:
7.12.2023 14:15 Uhr

Erstellerin:
Tanja Pecher, Redaktion



Von A wie Aktienstrategie bis Z wie Zinsentwicklung präsentiert der DZ Research Blog ein breites und fundiertes Analysespektrum.

Zu Wort kommen die Expertinnen und Experten aus dem DZ BANK Research, das mit 85 AnalystInnen und VolkswirtInnen eine der größten Einheiten dieser Art in Deutschland und dem deutschsprachigen Ausland ist.

Im DZ Research Blog analysieren sie aktuelle Daten zu den konjunkturellen Trends, bewerten die neuesten Entwicklungen an den Kapitalmärkten und kommentieren die Auswirkungen politischer Ereignisse auf die Wirtschaft.

Profitieren auch Sie von diesem Mehrwert Wissen:

Bleiben Sie mit dem [Newsletter](#) am Puls des Geschehens, oder folgen Sie unseren Expertinnen und Experten über „X“ (ehemals Twitter-Kanal) der DZ BANK sowie über [#dzbank_research](#).

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft



Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Von fleißigen Handwerkern und Politikern – viel zu tun, aber lösbar

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

für die meisten Menschen ist das eigene Zuhause der Lebenstraum schlechthin, ist doch der Begriff des Eigenheims unweigerlich mit der Vorstellung eines Ortes der Familie, des Rückzugs und der Erholung verbunden. Doch die Realität sieht momentan vielerorts anders aus: Es herrscht Wohnungsmangel und der Neubau verzeichnet dramatische Einbrüche.

Die Gründe sind vielschichtig und reichen von der schlichten Tatsache, dass zu wenig Bauland ausgewiesen wird, über gestiegene Materialkosten und Zinsen für Baukredite bis hin zum Fachkräftemangel im Handwerk. Hinzu kommt eine starke Verunsicherung hinsichtlich regulatorischer Vorgaben, Fördermaßnahmen und der in diesem Jahr heiß diskutierten „Heizungsdebatte“.

Einig sind sich Politik und Gesellschaft überwiegend im grundsätzlichen Bedarf, Klimaschutz, Bauen und Wohnen unter einen Hut zu bekommen. Schließlich spielen Gebäude eine ganz wesentliche Rolle beim avisierten Klimaschutz, verursachen sie doch gut ein Drittel aller Treibhausgase. Dies wiederum bedeutet, dass in Zukunft deutlich klimafreundlicher und nachhaltiger als bisher gebaut werden muss. Nicht zu vergessen ist der Bestand an Immobilien, der zumindest aus der Perspektive des Klimaschutzes oft einer umfangreichen Sanierung bedarf. Das beginnt schon mit dem emissionsarmen Heizen, Stichwort Wärmepumpe, im Idealfall in Kombination mit einer Photovoltaikanlage und einer ausreichenden Gebäudedämmung.

Zu beantworten bleibt, wie die im Bau- und Immobiliensektor bestehenden Herausforderungen für die Gesellschaft im Allgemeinen und die Eigenheimbesitzer, Bauherren und die Branche im Speziellen gemeistert werden können. Für die Politik muss es vor allem darum gehen, für alle Beteiligten verlässliche Rahmenbedingungen und darüber hinaus entsprechende Anreize zu schaffen. Nur so lassen sich die Ziele von Treibhausgasneutralität und Wohnungsbau langfristig erreichen.

All dies ist Grund für uns, die letzte Friedrich-Ausgabe in diesem Jahr dem Bau- und Wohnungssektor zu widmen, zumal erste Lichtblicke erkennbar sind. Denn innovative Trends, wie man in Zukunft bauen will, zeichnen sich schon heute ab. Und auch die Politik hat kürzlich mit einem neuen Maßnahmenpaket reagiert, um den Wohnungsbau anzukurbeln.

Eine anregende Lektüre wünscht Ihnen
Ihr DZ BANK Research-Team

Inhalt

AUSGABE #4/2023



KAPITEL 1

Bauen und Wohnen: Zwischen Krise und vielversprechenden Ansätzen

Kann der Ausweg aus der wohnungspolitischen Sackgasse gelingen?

Seite 6



KAPITEL 2

Selektion ist Trumpf

Ein Ausblick auf 2024

Seite 10



KAPITEL 3

Bauen der Zukunft

Strategien aus der aktuellen Baukrise

Seite 13



KAPITEL 4

Strikte Regulierung als Bremsklotz

Wohnimmobilien im Spannungsfeld von Klimaregulierung und Wirtschaftlichkeit

Seite 16



KAPITEL 5

Mischpult

Musterportfolio

Seite 20

**Lebenstraum
Eigenheim –
bekannte Fragen unter
neuen Vorzeichen**



**KAPITEL 6
Experten-Interview**

Mit Oliver Adler, Abteilungsleiter Produktmanagement
bei Schwäbisch Hall

Seite 25

**KAPITEL 7
Der Schlüssel für klimafreundliches
Bauen und Wohnen**

Über Verbote und marktwirtschaftliche Anreize

Seite 28



**KAPITEL 8
Keine Angst vor der Wärmepumpe**

Das neue Heizungsgesetz (GEG) ebnet den Weg hin
zur Energiewende

Seite 31



**KAPITEL 9
Niedrigere Zinsen voraus**

Aber keine Rückkehr des ultraniedrigen Zinsniveaus

Seite 37



**KAPITEL 10
Glosse**

Photovoltaik auf die Tonne!

Seite 40

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 42



Bauen und Wohnen: Zwischen Krise und vielversprechenden Ansätzen Kann der Ausweg aus der wohnungspolitischen Sackgasse gelingen?

Thorsten Lange, Economist

Gewarnt wurde schon lange: Bauen ist zu teuer, verursacht von Bürokratie, hohen Baustandards und Steuern. Statt gegenzusteuern, wurden den Bürgerinnen und Bürgern günstige Wohnungen versprochen. Doch mit den kräftig gestiegenen Zinsen sind die Versäumnisse nicht mehr zu übersehen. Durch den nun unwirtschaftlichen Wohnungsbau droht sogar Wohnungsnot. Die Politik muss rasch handeln, aber hat sie überhaupt Optionen?

Nach dem jahrelangen Immobilienboom steuert der Wohnungsbau auf eine schwere Krise zu. Die Genehmigungen für neue Wohnungen sind um 30% eingebrochen, den Baufirmen geht allmählich die Arbeit aus. Auf den ersten Blick sind die in die Höhe geschossenen Zinsen schuld. Dabei konnten in der Vergangenheit viel mehr Wohnungen als heute bei deutlich höheren Zinsen gebaut werden. Doch dem Neubau wurden mit der Zeit immer mehr Steine in den Weg gelegt. Somit ermöglichten nur die bis Anfang 2022 niedrigen Zinsen, dass noch relativ viele Wohnungen gebaut wurden.

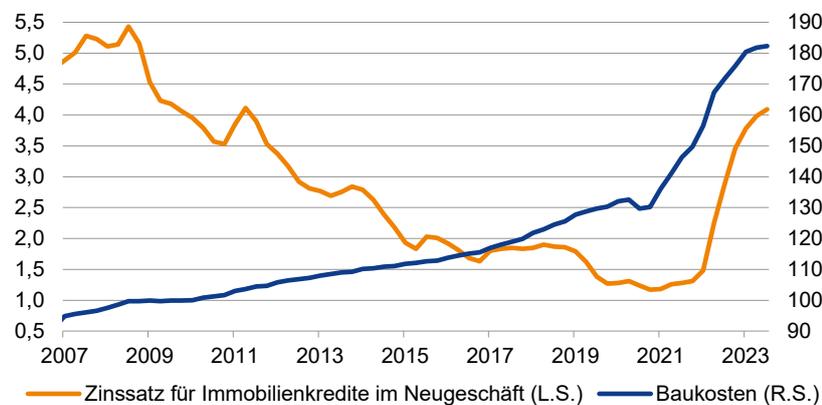
Die Ursachen sind vielfältig: Weil die Kommunen nur wenig Bauland auswiesen, wurden die Grundstücke immer teurer. Auch die Bürokratie bremste zunehmend mit einem Dickicht aus 16 Landesbauordnungen und tausender weiterer Bauvorschriften. Insgesamt sind es an die 20.000, viermal so viele wie in den 1990er-Jahren. Durch den geringen Digitalisierungsgrad der Behörden sind Bauanträge in Papier nach wie vor aufwendig, und bis zur Genehmigung vergeht viel Zeit. Aber auch die immer höheren Bau- und Energieeffizienzstandards haben die Baukosten nach oben getrieben. Nicht zu vergessen, dass Immobilien eine sprudelnde Einnahmequelle für die chronisch knappen öffentlichen Kassen sind. Steigende Preise und die in einigen Bundesländern von 3,5% auf bis zu 6,5% angehobenen Grunderwerbsteuersätze hebelten die Steuereinnahmen in die Höhe. So verdreifachte sich die Grunderwerbsteuer von 2011 bis 2021 auf über 18 Mrd. Euro. Erhebliche Zuflüsse generiert aber auch die Mehrwertsteuer auf Bauleistungen. Unter dem Strich wird Wohnen zu 37% mit Steuern und Abgaben belastet. Um das Ziel erschwinglichen Wohnens trotzdem zu erreichen, wurde ein Teil der sozialen Last der Immobilienwirtschaft aufgebürdet, und zwar mittels hoher Sozialwohnungsquoten und einer ausgeweiteten Mietregulierung.

Für einen wirtschaftlichen Wohnungsbau müssten die Mieten um 50% steigen

Thematisiert werden die Folgen des teuren Bauens und die sinkende Attraktivität von wohnwirtschaftlichen Investments schon länger. Sie fanden in der Politik aufgrund des fehlenden Handlungsdrucks aber nur wenig Gehör. Denn dank des Zinstiefs verfügten private Käufer über einen erheblichen Finanzierungsspielraum, während Anleger ihre Mittel nicht rentabel am Kapitalmarkt anlegen konnten. So konnten Immobilien trotz hoher Preise schnell verkauft werden. Nun hat sich das Bild gewandelt: Mit mittlerweile vervierfachten Bauzinsen und den binnen drei Jahren um 35% gestiegenen Baukosten können sich private Haushalte kaum noch ein Eigenheim leisten. Noch folgenschwerer ist, dass der Mietwohnungsbau unwirtschaftlich geworden ist. Damit er sich rechnet, wären Kaltmieten von mindestens 20 Euro je Quadratmeter erforderlich, gut 50% mehr als heute, was sich die Mehrzahl der Haushalte aber nicht leisten kann. Deshalb liegen viele Bauvorhaben auf Eis. Dass die Wohnungsgesellschaften mehr Zinsen für Anschlussfinanzierungen bisheriger Bauprojekte zahlen müssen, erschwert die Situation zusätzlich. Das Geld für den Neubau fehlt aber auch, weil in der Zukunft hohe Aufwendungen für energetische Sanierungen des Immobilienbestands anfallen. Besonders schwierig ist die Lage für Projektentwickler, von denen bereits eine ganze Reihe Insolvenz anmelden musste.

BAU- UND FINANZIERUNGSKOSTEN SIND STEIL ANGESTIEGEN

L.S.: ZINSSATZ IN %, R.S.: BAUKOSTENINDEX 2010 = 100

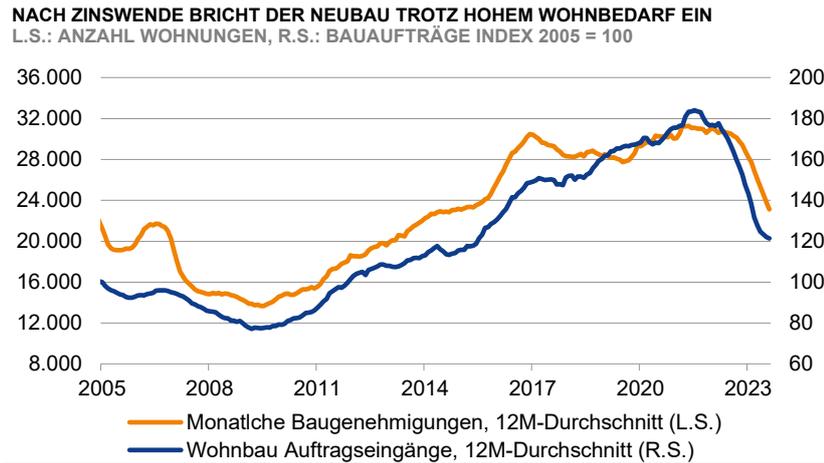


Quellen: Destatis, EZB, DZ BANK

Die Baukrise könnte weite Kreise ziehen

Besonders unglücklich wäre es, wenn die Baukrise den Wohnungsbau für längere Zeit beeinträchtigt, weil die Wertschöpfungskette aus Projektentwicklern, Architekten und den Hoch- und Ausbauunternehmen zerfällt. Das ist schon einmal passiert: Die Baukrise der 1990er-Jahre wirkt bis heute nach, statt wie damals 600.000 Wohnungen wurden in den zurückliegenden Jahren bestenfalls noch 300.000 jährlich gebaut. Wandern die Baubeschäftigten in andere Gewerke ab, wird es umso schwieriger den Neubau hochzufahren. Ohnehin lässt sich die bevorstehende Talfahrt des Neubaus kaum noch vermeiden. Es wäre schon ein Erfolg, wenn die Zahl neuer Wohnungen bis 2025 nicht unter 200.000 sinkt.

Die Baukrise hat aber nicht nur negative Folgen für die Bauwirtschaft und – als bedeutender Wirtschaftszweig – für die Konjunktur insgesamt. Dazu kommt die Gefahr eines ausgeprägten Wohnungsmangels. Denn infolge des Bevölkerungswachstums fehlen schon heute Wohnungen. Durch das 2022 vom Ukraine-Krieg verursachte Einwohnerplus von über 1 Million Menschen sind praktisch keine Leerstände am Wohnungsmarkt verfügbar. Die wachsende Anspannung spiegelt sich in kräftig steigenden Mieten wider. Und das betrifft nicht nur wenige Großstädte, sondern das ganze Land. Ohne Leerstände können Wohnungen für die anhaltende Zuwanderung nur durch Neubau bereitgestellt werden. Das wiederum könnte auch den Arbeitskräftemangel verschärfen. Denn ausländische Fachkräfte lassen sich nur gewinnen, wenn auch für sie selbst Wohnungen verfügbar sind.



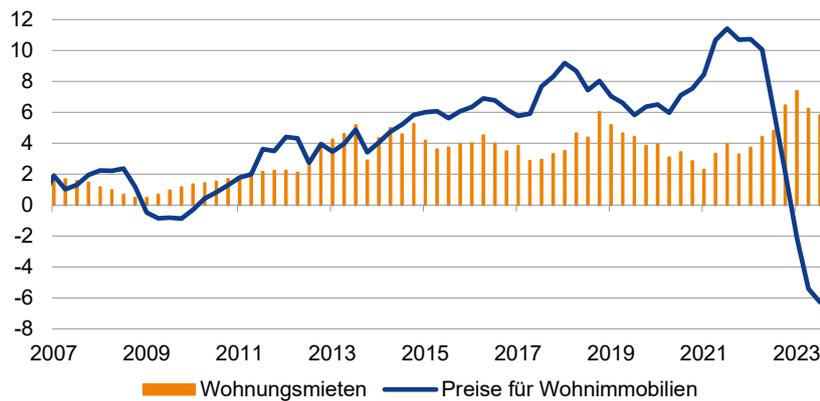
Quellen: Destatis, DZ BANK

14 Maßnahmen sollen den Anstoß geben

Man kann durchaus sagen, dass die Politik vor einem Scherbenhaufen steht. Statt erschwinglicher Wohnungen und jährlich 400.000 Fertigstellungen, davon 100.000 Sozialwohnungen, sind Wohnungen überall knapp und teuer. Zudem müssen in den kommenden Jahren hunderte Mrd. Euro in die energetische Sanierung des Wohnungsbestands investiert werden, die das Wohnen für Eigentümer wie Mieter gleichermaßen verteuern. Nach längerer Funkstille hat die Regierung inzwischen auf die Krise am Wohnungsmarkt reagiert. So wurde für den Wohngipfel im September ein Maßnahmenpaket geschnürt, das den Wohnungsbau ankurbeln soll.

Beschlossen wurden 14 Maßnahmen, die insgesamt in die richtige Richtung zeigen. Die Rede ist von weniger Bürokratie, vereinheitlichten Bauvorschriften, einfacheren Genehmigungen sowie einem günstigeren und schnelleren Bauen durch Serienfertigung und Modulbauweise. Zudem wird ein weiterer Baukostenanstieg vermieden, indem die schon beschlossene nächste Stufe der Energieeffizienz nun doch nicht umgesetzt wird. Somit bleibt es beim aktuellen EH55-Standard statt des ab 2025 vorgesehenen Effizienzhauses „40“. Abgesehen von den besseren Abschreibungsmöglichkeiten für neu gebaute Mietwohnungen wirken die Maßnahmen aber erst auf Dauer. Zudem liegt die Mehrheit der Bauvorschriften in kommunaler Hand; hier fehlt dem Bund der Durchgriff. Gleiches gilt bei der von den Bundesländern erhobenen Grunderwerbsteuer. Eine bessere Abstimmung von Bund und Ländern will man mit dem im November beschlossenen „Bau-Turbo-Pakt“ erreichen – einem gemeinsamen Pakt zur Planungs-, Genehmigungs- und Umsetzungsbeschleunigung. Aber auch damit wurde die fehlende Wirtschaftlichkeit des Mietwohnungsbaus nicht beseitigt. Dazu müsste es entweder auf der Steuer- oder auf der Finanzierungsseite nennenswerte Entlastungen geben, beispielsweise durch temporäre Vergünstigungen bei der Grunderwerb- und Mehrwertsteuer oder durch zinsgünstige Darlehen. Damit könnten bei den eingefrorenen Bauprojekten sofort Aufträge erteilt werden. Ein solcher Finanzimpuls ist angesichts des im November verkündeten Urteils des Bundesverfassungsgerichts zum Klima- und Transformationsfonds noch unwahrscheinlicher geworden.

HOHE ZINSEN BELASTEN DIE KAUFPREISE, WOHNUNGSKNAPPHEIT TREIBT MIETEN AN
VERÄNDERUNG GGÜ. VORJAHR IN %



Quellen: vdp, DZ BANK

Eine ausgeweitete Mietregulierung könnte den Bau noch zusätzlich bremsen. So sieht der Koalitionsvertrag von 2021 nicht nur eine Verlängerung der Mietpreisbremse bis 2029 vor, sondern auch einen von sechs auf sieben Jahre verlängerten Mietspiegelzeitraum. Zwar sind diese Vorhaben bislang noch nicht umgesetzt. Angesichts des aktuell kräftigen Mietwachstums und der schlechten Umfragewerte der an der Ampel beteiligten Parteien könnten jedoch weitere regulierende Eingriffe hinzukommen, um bei der nächsten Bundestagswahl beim Wähler besser abzuschneiden. Durch das knappe Wohnungsangebot bleibt die Mietregulierung nicht nur weitgehend wirkungslos, sie könnte auch Investoren am Immobilienmarkt, denen ohnehin wieder ein breiteres Anlagespektrum zur Verfügung steht, vergraulen. Damit würde die dringend benötigte Angebotsausweitung allerdings noch schwieriger werden.

Krise am Wohnungsmarkt geht mit guten Vermietungschancen, aber auch Unsicherheit einher

Mit der rückläufigen Inflation können auch die Zinsen und damit die Finanzierungskosten sinken. Aber auch ein moderater Zinsrückgang wird wohl nicht ausreichen, um den Neubau auf das notwendige Niveau zu hieven. Zudem werden die Maßnahmen zum günstigeren Bauen nur sukzessive wirken. Voraussichtlich wird das Wohnungsangebot noch geraume Zeit der Nachfrage hinterherhinken. Damit dürften Anleger am Wohnungsmarkt von steigenden Mieten und einem zu vernachlässigenden Leerstandsrisiko profitieren. Günstig auf die Mietrenditen wirken sich auch die sinkenden Immobilienpreise aus. Bei Wohninvestments müssen aber auch die Kosten für CO₂-arme Heizungen und energetische Sanierungen sowie die Umlagemöglichkeit auf die Mieter bedacht werden. Gleiches gilt für eine weiter verschärfte Mietregulierung, die die Einnahmeseite belasten kann. Für das Land könnte sich der wohl ausbleibende Finanzimpuls für den Bau nachträglich als Fehler erweisen, nicht nur wegen eines wachsenden Unmuts über fehlende Wohnungen. Ein Aspekt sind stark rückläufige Einnahmen aus der Grunderwerb- und Mehrwertsteuer. Aber auch der Abbau von Arbeitsplätzen oder Kurzarbeit in der Bauwirtschaft könnte teuer werden.



Selektion ist Trumpf Ein Ausblick auf 2024

Christoph Müller, Analyst

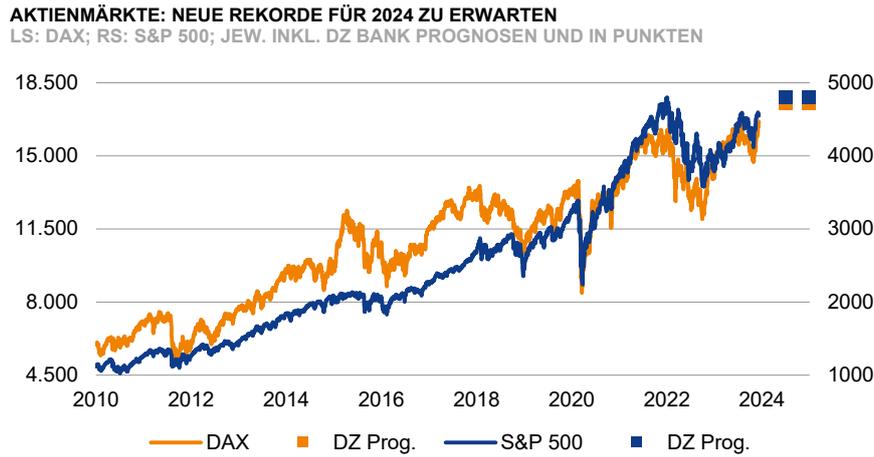
Hohe Zinsen, eine verhaltene globale Konjunktur und die Geopolitik drückten im Laufe 2023 auf die Aktienkurse. Ein langsam anziehendes Wirtschaftswachstum und niedrigere Anleiherenditen sollten im Jahr 2024 die Aktienmärkte unterstützen. Der Goldpreis, der zuletzt ein neues Rekordhoch ausgebildet hatte, dürfte im Zuge einer zunächst nachlassenden Zinssenkungsfantasie Gegenwind verspüren, später aber glänzen.

Obwohl die Zentralbanken die Leitzinsen weiter angehoben haben und das Wirtschaftswachstum in Europa, insbesondere in Deutschland, für 2023 unterdurchschnittlich ausfallen wird, können die Aktienanleger auf eine gute Performance von DAX, Euro Stoxx 50 und Co. zurückblicken. Insbesondere die Jahresend rally, die zuletzt infolge entfachter Zinssenkungsfantasien Fahrt aufnimmt, stimmt so manchen Investor zuversichtlich für 2024. Dann dürften europäische Zykliker Nachholbedarf haben – denn die Weltwirtschaft sollte sich, wenn auch nur zögerlich – erholen. Wieder einmal wird sich zeigen, dass die regionale und sektorale Diversifikation von Aktientiteln ein Schlüssel für den Aktienerfolg sein dürfte.

Aktien im Jahr 2024 mit guten Perspektiven

Erfreulicherweise erwarten wir im Jahr 2024 eine Verbesserung der wesentlichen fundamentalen Treiber für die Aktienmärkte. Zum einen dürfte das Wirtschaftswachstum in wichtigen Ländern langsam wieder anziehen, im zweiten Halbjahr etwas stärker als im ersten. In den USA zeigt sich Konjunktur weiterhin robust; mit einer Rezession rechnen wir nicht, wohl aber mit einer temporären Schwächephase.

Allerdings atmet die Weltwirtschaft vor allem mit China, wo mittlerweile fast ein Fünftel des globalen Wachstums entsteht. Unumstritten ist, dass Chinas Immobilienkrise eine nachhaltige Belastung für die dortige Wirtschaft darstellt. Mit dem Ausbleiben von Konjunkturstimuli über diesen Sektor fehlen aktuell und zukünftig wichtige Wachstumsimpulse, die auch die bedeutenden Handelspartner betreffen, insbesondere Europa beziehungsweise Deutschland. Trotz dieser fragilen Lage zeichnet sich derzeit eine Bodenbildung ab. Auch die bereits eingeleiteten Reformen zur Stärkung des chinesischen Privatsektors dürften allmählich ihre Wirkung zeigen und die dortige Nachfrage im kommenden Jahr fördern. Weitere Stimuli könnten folgen und für positive Überraschungen sorgen.



Der DAX ist nicht Deutschland – und der S&P 500 nicht wirklich die USA

Zeitgleich mit der zu erwartenden Erholung der Weltwirtschaft sinkt die Inflation, die ursprünglich von den im Jahr 2022 hohen Energiepreisen bestimmt wurde, sodass die Notenbanken in den USA und in Europa im späteren Jahresverlauf mit Leitzinssenkungen beginnen können. Mithin sollten Anleiherenditen weiter fallen.

Seit dem Multi-Krisenjahr 2022 zeigen europäische und speziell deutsche Blue Chips eine enorme Gewinnresilienz, obwohl die hiesige Konjunktur, und vor allem der Mittelstand, reale Rückgänge erleiden musste. Daher ist es ratsam, dass Anleger bei den DAX-Mitgliedern strikt zwischen dem Heimatstandort Deutschland und den Hauptabsatzmärkten unterscheiden. Denn ein Großteil der Unternehmensumsätze im DAX wird im Ausland erzielt. Des Weiteren muss beachtet werden, dass es sich im DAX um Großunternehmen mit überregional hohen Marktanteilen handelt. Sie besitzen nicht nur Preissetzungsmacht, sie können auch ihre Kosten über Rabattverhandlungen effizient steuern.

DZ BANK Index-Prognosen

	Index	30.06.2024	31.12.2024
Europa	Euro Stoxx 50	4.800	4.800
Deutschland	DAX	17.500	17.500
USA	S&P 500	4.800	4.800

Quelle: DZ BANK

In den USA birgt speziell der Boom rund um das Thema Künstliche Intelligenz für Investoren hohe Ertragspotenziale, die nach unserer Meinung noch nicht vollständig ausgeschöpft sind. Des Weiteren steht 2024 die US-Präsidentschaftswahl an. Insbesondere der US-Aktienmarkt folgt über die vierjährige Amtsperiode eines Präsidenten einem klar erkennbaren Muster, dem US-Präsidentschaftszyklus: Ähnlich wie im Vorwahljahr versuchen Regierungen im Wahljahr durch politische Maßnahmen die Konjunktur anzukurbeln, um so die Chance auf eine Wiederwahl zu erhöhen, und das unterstützt tendenziell den US-Aktienmarkt.

Innerhalb der Aktienallokation 2024 bevorzugen wir somit einen Mix aus unverwüstlichen US-Tech-Werten sowie Energietiteln als Absicherung gegen unerwartete Inflationsschübe und derzeit günstig bewerteten zyklischen Aktien von europäischen Autoherstellern, vorrangig im Luxussegment. Ferner besitzen europäische Versicherer unter den Finanztiteln eher einen defensiven Charakter und eine hohe Dividendenrendite. Aktien von Versicherern profitieren zudem von der gestiegenen Wiederanlagerendite.

Gold im Jahr 2024: Erst Gegenwind, ...

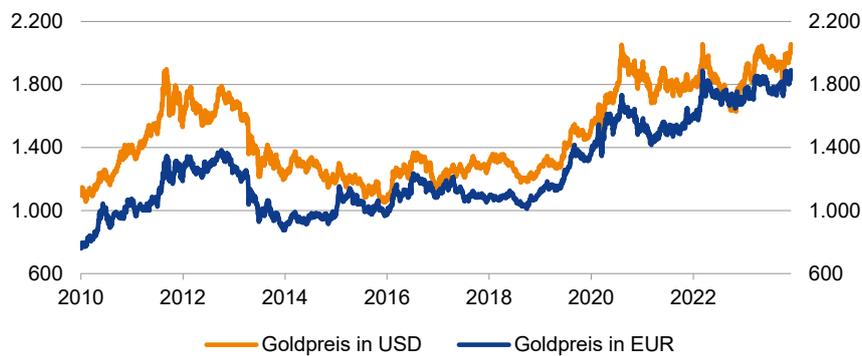
Der Preis des gelben Edelmetalls hat zuletzt sein bei 2.075 US-Dollar liegendes Rekordhoch überwunden und bei 2.135 US-Dollar einen neuen Höchststand markiert. Eingeläutet wurde Aufwärtsbewegung bereits Anfang Oktober im Zuge der militärischen Eskalation des Nahostkonflikts, die das Gold als ultimativen sicheren Hafen in neuem Glanz erstrahlen ließ. Gerade als dieser Einflussfaktor im Zuge einer nachlassenden Unsicherheit unter den Marktteilnehmern an Bedeutung

verlor, erhielt der Goldpreis vonseiten der kursierenden Fantasien zugunsten zeitnah bevorstehender Leitzinssenkungen von Federal Reserve und Europäischer Zentralbank Auftrieb.

Unseres Erachtens dürfte das Gold in den nächsten Monaten Schwierigkeiten haben, sich auf diesem Niveau dauerhaft zu halten. Vielmehr rechnen wir damit, dass sich der Goldpreis auf mittlere Sicht gen Süden in Richtung 1.900 US-Dollar bewegen sollte. Hintergrund ist vor allem die Einschätzung, wonach sowohl Fed als auch EZB vorerst nicht an der Zins-schraube drehen werden, sondern mindestens bis in den Sommer hinein an ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs festhalten dürften („higher for longer“). Insbesondere eine Inflationsrate, die weiterhin klar oberhalb des Zielniveaus von 2% (J/J) rangieren sollte, wird den Währungshütern wohl keine andere Wahl lassen. Anderweitig vorherrschende Markt-erwartungen dürften folglich enttäuscht werden. Zudem sollte die im Jahresverlauf 2024 unterstellte Verbesserung des konjunkturellen Umfelds das Stimmungsbild an den internationalen Finanzmärkten aufhellen und die Attraktivität des sicheren Hafens belasten.

GOLD GLÄNZTE ZULETZT SO STARK WIE NOCH NIE

LS: GOLDPREIS IN USD; RS: GOLDPREIS IN EUR; JEWEILS JE FEINUNZE



Quellen: LSEG, DZ BANK

... dann glänzende Aussichten

Auf Sicht von zwölf Monaten sollte sich der Goldpreis aufgrund der für den späteren Jahresverlauf zu erwartenden Leitzinssenkungen der EZB und der Fed wieder an der Marke von 2.000 US-Dollar orientieren. Ferner bestehen für 2024 diverse Krisenherde, die vorübergehend immer wieder für Verunsicherung und damit verbunden dynamische Preisanstiege sorgen können. Schließlich hat Gold seinem Status als ultimativer sicherer Hafen an den Finanzmärkten im Jahr 2023 einmal mehr alle Ehre gemacht, gerade vor dem Hintergrund der Sorge vor einer neuen globalen Bankenkrise im Frühjahr als auch der Eskalation des Nahostkonflikts im Herbst.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	30.06.2024	31.12.2024
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	1.900	2.000
Goldpreis in Euro je Feinunze	1.695	1.785

Quelle: DZ BANK

Aussichtsreiche Assetklasse Aktien – Gold mit Korrekturbedarf

Auf Sicht von zwölf Monaten sollte sich der Goldpreis indes (wieder) an der Marke von 2.000 US-Dollar orientieren. Dies gilt zum einen auf Basis unserer Einschätzung, wonach sowohl in den USA als auch im Euroraum im späteren Verlauf des Jahres 2024 Leitzinssenkungen anstehen dürften, wodurch der Goldpreis merklichen Auftrieb erfahren sollte. Zum anderen bestehen für das kommende Jahr diverse Krisenherde, die immer wieder vorübergehend für Verunsicherung und damit verbunden dynamische Preisanstiege sorgen können.



Bauen der Zukunft Strategien aus der aktuellen Baukrise

Thomas Kulp, Analyst
Pascal May, Research Assistant

Wenn es der Baubranche derzeit an einem nicht mangelt, dann an Herausforderungen. Hohe Zinsen, die grüne Transformation mit entsprechenden regulatorischen Rahmenbedingungen und der Fachkräftemangel, um nur einige zu nennen. Mit der richtigen strategischen Ausrichtung unter Berücksichtigung der aktuellen Trends können die Unternehmen des Sektors jedoch profitieren.

„Einparteihäuser verbrauchen viel Fläche, viele Baustoffe, viel Energie, sie sorgen für Zersiedelung und damit auch für noch mehr Verkehr.“ Mit dieser Aussage zog Grünen-Politiker Anton Hofreiter im Frühjahr 2021 nicht nur die Aufmerksamkeit auf sich, sondern auch viel Unmut. Die eigentliche Absicht dieser Äußerung, eine Debatte über den klimafreundlichen Umbau des privaten Wohnens anzustoßen, geriet somit in den Hintergrund. Dabei sind effizientes Bauen und Wohnen zentrale Bestandteile im Kampf gegen den Klimawandel.

Neben dem Aspekt der Klimafreundlichkeit soll in naher Zukunft vor allem erst einmal mehr gebaut werden. Denn gerade in Ballungsgebieten und Großstädten ist die Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum größer als das Angebot. Auch deshalb hat die aktuelle Ampelkoalition nach ihrem Regierungsantritt das ehrgeizige Ziel von 400.000 neuen Wohnungen pro Jahr ausgerufen. Doch mit welcher Strategie lässt sich das Ziel bezahlbaren Wohnraums bei gleichzeitig sinkenden Emissionen erreichen? Diese Frage wird selbst von Wissenschaft und Bauwirtschaft sehr unterschiedlich beantwortet.

Abriss adé – Sanieren ist (oft) die bessere Wahl

Bereits bei der Errichtung von Häusern entstehen zahlreiche Emissionen. Von zentraler Bedeutung ist dabei die sogenannte „graue Energie“ – die Energie, die bei der Herstellung von Baumaterialien und deren Verarbeitung verbraucht wird. So ist der Neubau von Häusern und Wohnungen laut World Green Building Council für 39% der weltweiten energiebedingten CO₂-Emissionen verantwortlich.

Diesen Anteil gilt es zu reduzieren. Ein Ansatz in diesem Zusammenhang lautet: Sanieren statt abreißen. Denn beim Abriss gehen nicht nur die Materialien des Gebäudes selbst verloren, sondern auch alle Energie und Ressourcen, die bereits für die Herstellung, den Transport und die Montage dieser Materialien aufgewendet wurden. Zudem spart die Nutzung vorhandener Bausubstanz nicht nur Material, sondern auch Zeit – ein sehr bedeutsamer Aspekt angesichts des Fachkräftemangels in der Baubranche.

Am effektivsten wäre es vermutlich, wenn die bestehenden Gebäude gar nicht erst in einen schlechten Zustand geraten würden. Um hier insbesondere die Bereitschaft zur energetischen Sanierung zu erhöhen, bedarf es jedoch zusätzlicher finanzieller Anreize. Denn laut einer Umfrage der Immobilienplattform ImmoScout24 unter 1.204 privaten Vermietern geben drei von vier Befragten an, dass eine Sanierung für sie nicht in Frage komme, weil sie schlicht zu teuer ist. Nur jeder Fünfte entscheidet sich gegen eine Sanierung, weil die Immobilie bereits einen guten energetischen Zustand hat. Sanierungen wären also theoretisch notwendig, werden aber faktisch nicht durchgeführt. Saniert wird also weitaus seltener, als es notwendig wäre.

FINANZIELLE GRÜNDE SPRECHEN GEGEN SANIERUNG WARUM KOMMT EINE ENERGETISCHE SANIERUNG FÜR SIE NICHT INFRAGE? (IN %)



Quellen: ImmoScout24 – Umfrage unter 1.204 privaten Vermietern (Stand: Januar 2023), DZ BANK

Einen weiteren Baustein für mehr Wohnfläche sehen einige Experten in der Umnutzung leerstehender Bürogebäude. Denn durch den mit Corona aufgekommenen Trend zum Homeoffice ist der Bedarf an Büroflächen vielerorts zurückgegangen. Ähnlich wie bei der Sanierung kann auch hier zumindest teilweise auf bestehende Strukturen zurückgegriffen werden. Zudem hätte diese Umnutzung noch den positiven Nebeneffekt, zur Belebung der Innenstädte beizutragen und den Pendlerverkehr etwas zu reduzieren.

Von serieller Bauweise zur Kreislaufwirtschaft

Mit Sanieren und Umfunktionieren allein lässt sich die aktuelle Wohnungsnot nicht bekämpfen. Doch trotz der Tatsache, dass Einfamilienhäuser weder ökologisch noch platzsparend sind, stellen Verbote unseres Erachtens keine Lösung dar. Zumal die Wohnungsnot gerade dort am größten ist, wo Einfamilienhäuser ohnehin eine geringe Rolle spielen – in den deutschen Großstädten und Ballungszentren.

Um hier schnell und kompakt neuen Wohnraum zu schaffen, fällt immer wieder der Begriff des seriellen Bauens. Dabei werden einzelne Bauteile in einer sich wiederholenden, seriellen Produktion hergestellt und vor Ort zusammengefügt. Standardisierte Bauprozesse und die Wiederverwendung von vorgefertigten Elementen beschleunigen den Bauprozess und sparen Kosten, da keines der in Serie gefertigten Häuser mehr den Status eines Unikats hat. Die Vorteile dieser Art zu bauen, hat die Unternehmensberatung „Munich Strategy“ in einer Studie zusammengetragen. Demnach ist serielles Bauen neun bis 16 Monate schneller als konventionelles Bauen und spart dadurch bis zu 3.000 Euro pro Quadratmeter. Auch unter Nachhaltigkeitsaspekten punktet das serielle Bauen: Entgegen der weitverbreiteten Meinung, dass vor allem die Förderung von CO₂-neutralem Zement angestrebt werden sollte, sprechen sich die Autoren dafür aus, Holz als primären Baustoff zu etablieren. Denn die nachwachsende Ressource weist nicht nur eine bessere Energieeffizienz auf, sondern produziert auch weniger Baumüll. Doch ganz gleich, für welchen Baustoff man sich letztlich entscheidet, über allem steht die Perspektive einer Kreislaufwirtschaft. Das heißt, schon vor Baubeginn auf Langlebigkeit zu setzen und das Recycling am Ende der Lebensdauer entsprechend einzuplanen.

Wie Unternehmen die Herausforderungen der kommenden Jahre meistern wollen

Vor allem eine effizientere Material- und Flächennutzung sowie das Prinzip „Sanierung und Umbau statt Abriss“ bilden die Basis für die Maßnahmen zur Umsetzung eines zukunftsorientierten Wohnungsbaus. Was zunächst wie eine Einschränkung klingt, birgt eine Vielzahl von Chancen, insbesondere für Unternehmen, die sich zum Ziel gesetzt haben, die anstehende Bauwende aktiv mitzugestalten. Dass hier ganz unterschiedliche Branchen profitieren können, zeigt eine Umfrage des Immobilienmaklers Engel & Völkers aus dem Frühjahr 2022. Denn gefragt nach den wichtigsten klimarelevanten Aspekten beim Immobilienerwerb, ergab sich unter den 1.500 Teilnehmenden ein sehr differenziertes Bild. Die häufigsten Antworten reichten – neben einer soliden Finanzierung – vom Vorhandensein einer Photovoltaikanlage über die Verwendung umweltfreundlicher Baustoffe bis hin zum Einbau von Smart-Home-Technologien.

VIELE BRANCHEN KOMMEN ALS POTENZIELLE PROFITEURE INFRAGE KLIMAFREUNDLICHES WOHNEN: WICHTIGE ASPEKTE BEIM IMMOBILIENERWERB (IN %)



Quellen: Engel & Völkers Finance (repräs. Umfrage unter 1.500 Befragten, Stand: März 2022), DZ BANK

Offen für Neues bleiben

Wichtig ist in diesem Zusammenhang vor allem ein neues Denken. Das heißt, Unternehmen müssen Veränderungen und Trends frühzeitig erkennen und sich entsprechend positionieren. Hierzu zählen sicherlich die etablierten Baustoffhersteller sowie die Bauunternehmen selbst. Diese haben sich zwar aufgrund ihrer komfortablen Marktstellung jahrzehntelang zurückgelehnt, aber angesichts der aktuellen Dringlichkeit findet auch hier ein Umdenken statt. So hat sich der größte deutsche Zementhersteller, Heidelberg Materials, kürzlich das Ziel gesetzt, bis spätestens 2050 klimaneutralen Beton anzubieten und dazu das Verfahren „Carbon Capture and Storage“ (CCS) in den Mittelpunkt seiner Strategie gerückt: Dabei wird das am Verbrennungsöfen entstehende CO₂ direkt abgeschieden und unterirdisch gelagert.

Unternehmen wie Heidelberg Materials haben den großen Vorteil, dass sie auf einen enormen Kapitalstock zurückgreifen können. Zudem gehen wir davon aus, dass die Zinsen in den USA und Europa ab der zweiten Jahreshälfte 2024 langsam sinken werden, was tendenziell neue Großinvestitionen erleichtern dürfte. Diese Kapitalverfügbarkeit sollte mit Blick auf die zukünftigen Herausforderungen vor allem in den Bereichen Forschung und Entwicklung eingesetzt werden. Denn um ihre Wettbewerbsposition nicht zu verlieren, müssen Unternehmen stets offen für neue Technologien sein. Dies ist umso wichtiger, als auf der anderen Seite junge Unternehmen und Start-ups als potenzielle Wettbewerber ins Spiel kommen. Denn die bestehenden und oft starren Strukturen alteingesessener Unternehmen können auch als Nachteil gesehen werden, da sie Veränderungen erschweren.

Dagegen kommt die Start-up-Branche ganz ohne Altlasten aus und zeichnet sich generell durch eine frische Denkweise aus. Vielversprechende Unternehmen gibt es viele, wie den deutsch-österreichischen Fertighausbauer Gropyus, der sich auf die Produktion aus nachhaltigem Holz spezialisiert hat. Damit integriert Gropyus sowohl den Nachhaltigkeitsaspekt als auch die schnelle Bereitstellung von Wohnraum in das Unternehmenskonzept. Ein offensichtlich vielversprechender Ansatz, zumal sich im Januar 2023 unter anderem der Immobilienriese Vonovia an einer 100 Mio. Euro schweren Finanzierungsrunde beteiligte. Eine Intensivierung des Wettbewerbs in der Branche könnte daher potenziell zu völlig neuen, innovativen Bauansätzen führen. Ein solcher Ansatz ist beispielsweise die Verwendung von 3D-Druckern, wie im Fall des größten 3D-Gebäudes Europas, das in Heidelberg in nur 140 Stunden fertiggestellt wurde. Der verwendete Spezialbeton hat einen geringeren CO₂-Fußabdruck und ist recycelbar. Außerdem kann der 3D-Druck dazu beitragen, den Fachkräftemangel in der Baubranche zu verringern. Auch wenn diese Technologie vorerst eher für Prestigeobjekte gedacht ist und sich noch nicht für den Einsatz in dicht bebauten Innenstädten eignet, ist das Experimentieren mit diesem Verfahren wichtig, um mögliche Lösungen für zukünftige Herausforderungen zu finden.



Strikte Regulierung als Bremsklotz Wohnimmobilien im Spannungsfeld von Klimaregulierung und Wirtschaftlichkeit

Thorsten Lange, Economist

Das Ziel ist klar definiert: Mit dem „European Green Deal“ will die EU bis 2050 die Nettoemissionen von Treibhausgasen auf null reduzieren. Gebäude spielen eine wesentliche Rolle, denn sie verursachen mehr als ein Drittel der Treibhausgase. Doch die Transformation der 43 Millionen Wohnungen zu Null-Emissions-Gebäuden ist eine Herkulesaufgabe. Eine engmaschige Regulierung und umfangreiche Förderungen sollen den Weg ebnen.

Vielen Menschen ist bewusst, dass etwas gegen hohe Treibhausgasemissionen als Ursache für den Klimawandel unternommen werden muss. Doch selbst grundsätzlich als sinnvoll erachtete Maßnahmen rufen Widerstände hervor. Die hitzige Diskussion um den Anfang 2023 bekannt gewordenen Entwurf zum sogenannten „Heizungsgesetz“ verdeutlicht dieses Dilemma, denn klimafreundliches Wohnen kostet viel Geld. Für Dämmung und Wärmepumpe eines Eigenheims kommen leicht mehr als 100.000 Euro zusammen. Demgegenüber ist der individuelle Nutzen vom guten Klimagewissen abgesehen gering, schließlich sorgte auch die bisherige Heizung für behagliche Wärme. Steigende CO₂-Preise verteuern zwar perspektivisch Öl und Gas und fördern so den Umstieg auf regenerative Energiequellen. Doch allein auf diesen Impuls wollte man weder in Brüssel noch in Berlin vertrauen. Deshalb soll die energetische Sanierung zugleich mit gesetzlichen Vorgaben vorangetrieben werden, während die Kosten mit Fördermitteln erträglich bleiben sollen.

Nachhaltigkeit ist viel mehr als Klimaneutralität

Treibhausgasemissionen zu reduzieren, ist ein wesentlicher, aber nicht der einzige Aspekt nachhaltigen Handelns. Die übergreifende Basis bilden 17 UN-Nachhaltigkeitsziele, die sich in den oft genannten ESG-Kriterien wiederfinden: Umwelt- und Artenschutz (Environmental), soziale Aspekte (Social) sowie eine angemessene Unternehmensführung (Governance). Klimaneutralität lässt sich bei Gebäuden noch vergleichsweise einfach messen, doch wann ist eine Immobilie nachhaltig oder ESG-konform? Hier helfen Zertifizierungen wie etwa von der Deutschen Gesellschaft für nachhaltiges Bauen. Während die Kriterien bei Neubauten berücksichtigt werden können, müssen die oft schon jahrzehntealten Bestandsimmobilien, die den größten Teil des Gebäudebestands ausmachen, nachträglich klassifiziert werden, indem die notwendigen Daten nacherhoben werden.

17 GLOBALE NACHHALTIGKEITZIELE IM ÜBERBLICK



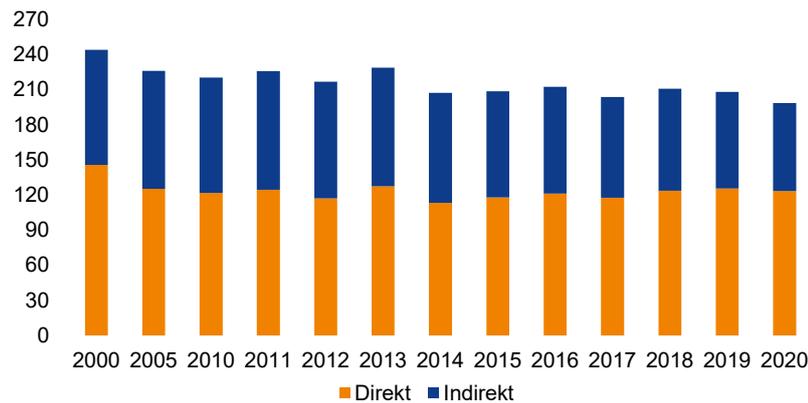
Quellen: Bundesregierung (Basis UN Sustainable Development Goals), DZ BANK

Die EU will die Transformation zu nachhaltigem Wirtschaften über Finanzströme steuern. Somit betreffen die auf Unternehmen und Finanzinstitute zielenden Regelwerke auch private Haushalte als Anleger oder Kreditnehmer. Diese Lenkung scheint zu wirken, denn die wachsende Nachfrage nach nachhaltigen Anlagemöglichkeiten geht mit einem ausgeweiteten Angebot an entsprechenden Finanzprodukten wie etwa Investmentfonds einher. Auch die Refinanzierung von Immobilienkrediten wandelt sich. Emissionen von „Grünen Pfandbriefen“ nehmen zu und verbessern so die Refinanzierung von „Grünen Hypotheken“. Damit wird die Finanzierung „brauner“ Immobilien perspektivisch schwieriger.

Taxonomie und Offenlegungsverordnung lenken Finanzströme in Richtung Nachhaltigkeit

Die UN-Nachhaltigkeitsziele sowie das Pariser Klimaschutzabkommen von 2015 fließen in die „EU Sustainable Finance Strategy“ im Rahmen des European Green Deals ein. Wesentliche Elemente sind die **EU Taxonomie** (EU 2020/852) und die **Offenlegungsverordnung für Finanzdienstleistungen** (EU 2019/2088). Die 2023 in Kraft getretene Taxonomie definiert sechs Umweltziele, die jeweils durch delegierte Rechtsakte mit Leben gefüllt werden. Eine wirtschaftliche Aktivität gilt als taxonomiekonform, wenn mindestens ein Ziel unterstützt und kein anderes beeinträchtigt wird. Die Regelungen zu Umweltschutz und zur Klimawandelanpassung liegen schon vor, die delegierten Rechtsakte für die nachhaltige Nutzung von Wasserressourcen, Kreislaufwirtschaft, Verschmutzungsvermeidung und den Schutz von Ökosystemen/Biodiversität stehen noch aus. Im Klimaziel finden sich umfangreiche Vorgaben für Neubauten und den Erwerb von Immobilien. Ein taxonomiekonformer Neubau muss den Primärenergiebedarf von Niedrigstenergiegebäuden um 10% unterschreiten. Bestandsgebäude müssen Energieeffizienzklasse A erfüllen oder alternativ zu den 15% besten Gebäuden des nationalen Primärenergiestandards zählen. Dagegen klassifiziert die Offenlegungsverordnung unter anderem Finanzprodukte wie etwa Immobilienfonds. Artikel 6 bezeichnet Finanzprodukte, die Nachhaltigkeitsrisiken berücksichtigen. Produkte mit einer ökologischen Ausrichtung fallen unter Artikel 8 und sind „hellgrün“, solche mit einer nachhaltigen Ausrichtung gemäß Artikel 9 sind durch die strengeren Anforderungen „dunkelgrün“. Für die Einstufung ist unter anderem relevant, ob die enthaltenen Assets taxonomiekonform ausgestaltet sind.

TREIBHAUSGAS-EMISSIONEN FÜR WOHNEN SINKEN KAUM IM ZEITABLAUF
 KOHLEN-DIOXIDEMISSIONEN IN DEUTSCHLAND FÜR WOHNEN IN MIO. TONNEN



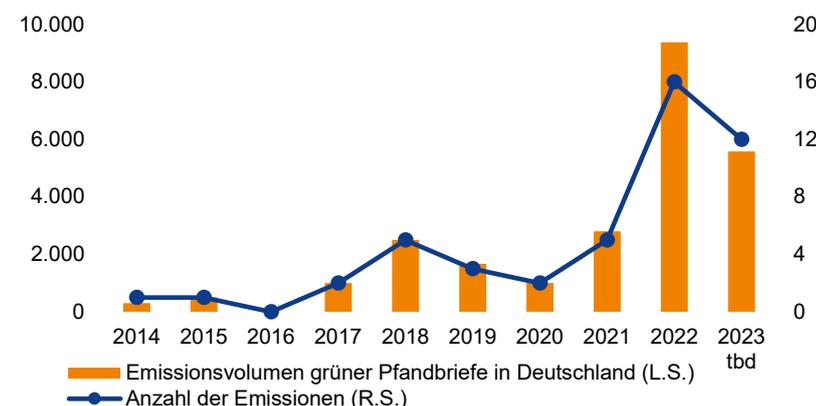
Quellen: Umweltbundesamt, DZ BANK

Gebäude- und Energieeffizienzrichtlinie haben klimafreundliche Gebäude zum Ziel

Die für Hauseigentümer zentralen Regulierungsmaßnahmen beinhalten konkrete Vorgaben für Gebäude. Gefühlt sind sowohl das EU- wie auch das deutsche Klimaziel in 27 beziehungsweise 22 Jahren zwar noch in weiter Ferne, doch die Herausforderung ist gewaltig. So umfasst der Immobilienbestand in Deutschland knapp 2 Millionen Nichtwohngebäude sowie 19,5 Millionen Wohngebäude. Darin befinden sich 43 Millionen Wohnungen, die zu zwei Dritteln vor 1978 entstanden und damit vor der Einführung der ersten Wärmeschutzverordnung als Vorläuferin des Heizungsgesetzes. Mit Wärmepumpen werden heute nur 6% des Wohnungsbestands beheizt. Öl und Gas dominieren im Heizungskeller sowie in Fernwärmesystemen. Mit der heutigen Sanierungsrate von Wohngebäuden von nicht einmal 1% jährlich wird man die Klimaziele jedoch nicht erreichen.

Die Regelwerke für Gebäude auf EU-Ebene sind insbesondere die **Gebäuderichtlinie** (EPBD, Energy Performance of Buildings Directive) und die **Energieeffizienzrichtlinie** (EED, Energy Efficiency Directive), die in Deutschland mit dem **Gebäudeenergiegesetz** GEG umgesetzt werden. 2020 vereinigte das GEG die Energieeinsparverordnung EnEV, das Energieeinsparungsgesetz EnEG und das Erneuerbare-Energie-Wärmegesetz (EEWärmeG). Die zweite Novelle des GEG ist das inzwischen beschlossene „Heizungsgesetz“. Bedeutsam für Hauseigentümer ist auch die im März 2023 vom EU-Parlament beschlossene nächste Stufe der Gebäuderichtlinie, die strenge Sanierungsverpflichtungen für Immobilieneigentümer vorsieht. Danach sollen Wohngebäude bis 2030 mindestens Energieeffizienzklasse E, bis 2033 sogar Klasse D erreichen. Für Nichtwohngebäude sind die Fristen um drei Jahre kürzer. Allerdings ist es möglich, dass die Sanierungspflicht der energetisch schlechtesten Gebäude noch abgeschwächt wird.

AM KAPITALMARKT SIND GRÜNE IMMOBILIENDARLEHEN GEFRAGT
 L.S.: IN MIO. EURO, R.S.: ANZAHL



Quellen: vdp, DZ BANK

Datenstand 24.08.2023

Fördermittel für Gebäudesanierung und Heizungstausch

Nach dem nun geltenden Heizungsgesetz sollen neue Heizungen ab 2024 zu 65% erneuerbare Energien nutzen. Das gilt zunächst nur für Neubauten in Neubaugebieten. Davon abgesehen greifen die Regelungen erst, wenn ein kommunaler Wärmeplan (bis spätestens 2028) vorliegt. Bis dahin können auch Gasheizungen eingebaut werden, wenn sie auf Wasserstoff umrüstbar sind. Die Nutzung von Gasheizungen ab 2029 sieht steigende Anteile von „grünem Gas“ wie Biogas vor. Im kommunalen Wärmeplan kann abgelesen werden, wo ein Anschluss an Fernwärme möglich ist. Diese kommt vor allem in dicht bebauten Gebieten mit Mehrfamilienhäusern infrage, während bei Ein- und Zweifamilienhäusern nach heutigem Stand elektrisch betriebene Wärmepumpen im Fokus stehen. Holzheizungen können auch genutzt werden, doch die beschränkte Holzverfügbarkeit erschwert einen flächendeckenden Einsatz. Die Kosten für den Heizungsumbau werden durch Fördermittel gedämpft. Für neue Heizungen ist ein einheitlicher Satz von 30% geplant, der durch einen „Geschwindigkeitsbonus“ um weitere 20% steigt. Bei geringem Einkommen soll die Förderhöhe auf bis zu 70% steigen. Maximal 30.000 Euro betragen die förderfähigen Kosten.

Doch mit einer neuen Heizung allein ist es nicht immer getan. Oft ist auch eine energetische Sanierung des Hauses erforderlich, die mit KfW-Krediten, ergänzt um Tilgungszuschüsse, finanziert werden kann. Diese werden nicht nur für die Bestandssanierung zu Effizienzhäusern, sondern auch für den klimafreundlichen Neubau angeboten. Darüber hinaus stehen für energetische Optimierungen Zuschüsse vom Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) zur Verfügung. Bei KfW-Mitteln steigt die Förderhöhe bei Sanierungen mit einem besseren Effizienzstandard. Je Wohneinheit sind zinsgünstige Darlehen von bis zu 150.000 Euro sowie Tilgungszuschüsse von mehr als 30% einsetzbar. Gefördert wird zudem die notwendige Baubegleitung. Jedoch muss die höchste Förderstufe nicht die wirtschaftlichste sein. Bei vermieteten Wohnungen können Sanierungskosten mittels Modernisierungsumlage auf die Mieter umgelegt werden, allerdings ist die Höhe über das Mietrecht gedeckelt. Nach geltendem Recht können bis zu 8% der Modernisierungskosten dauerhaft auf die Miete umgelegt werden. Innerhalb von sechs Jahren ist ein Anstieg um maximal 3 Euro je Quadratmeter (2 Euro bei Kaltmieten bis zu 7 Euro je Quadratmeter) zulässig. Im GEG ist beim Einbau neuer Heizungen eine separate Umlage von bis zu 10% (maximal 0,50 Euro je Quadratmeter) vorgesehen, die aber die Nutzung von verfügbaren Fördermitteln voraussetzt. Aber Vorsicht: Bei Fördermitteln für den Klimaschutz im Gebäudebereich sind noch Anpassungen möglich. Der Grund sind Haushaltsrestriktionen des Bundes als Folge des im November verkündeten Urteils des Bundesverfassungsgerichts zum Klima- und Transformationsfonds.

Am Ziel der Klimaneutralität und der komplexen Regulierung führt kein Weg vorbei

Klimaneutralität liegt im Interesse aller, hat aber einen hohen Preis. Sie betrifft alle Eigentümer der über 20 Millionen Gebäude in Deutschland sowie deren Mieter. Gleiches gilt für die Regulierung, die den Klimawandel bremsen soll. Steigende Preise für Klimagasemissionen, die Lenkung von Finanzströmen und dezidierte Vorgaben für Gebäude sollen den Weg zu klimaneutralen Immobilien und – weiter gefasst – zum nachhaltigen Wirtschaften bereiten. Ein anspruchsvolles Vorhaben, das Eigentümer wie Mieter trotz umfassender Fördermittel finanziell überfordern kann. Anspruchsvoll ist aber auch die skizzierte, kaum noch zu überblickende, Regulierung. Sie gibt den Rahmen für den „Manage-to-Green“-Pfad vor, der für jede Immobilie individuell anzupassen ist. Bei zu geringen Fortschritten laufen Eigentümer Gefahr, dass ihre Immobilie bei Käufern und Mietern auf ein geringeres Interesse stößt und Finanzierungsmittel schwerer verfügbar sind.



Mischpult Musterportfolio

Christoph Müller & Thorsten Wenzel, Analysten

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

Autor: Christoph Müller, Analyst, 30. November 2023

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

Das Jahr 2023 neigt sich dem Ende zu, und zumindest das assetklassenübergreifende DZ BANK Research Musterportfolio dürfte insgesamt eine gute Performance für die vergangenen Monate aufweisen. Über 8% ging es seit Ende 2022 bergauf, getrieben vor allem von der erfreulichen Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte – allen voran Nasdaq und DAX. Offenbar konnten weder die diversen Krisen, darunter die Sorge um eine neue globale Finanzkrise im Frühjahr und eine Eskalation der Spannungen in Nahost im Herbst, noch die restriktive Gangart der Notenbanken weltweit die Stimmung an den Aktienmärkten dauerhaft eintrüben. Etwas anders verhält es sich mit Blick auf die Engagements in festverzinslichen Wertpapieren. Hier wurde die Rendite durch die Kursverluste aufgrund des steigenden Zinsniveaus merklich geschmälert.

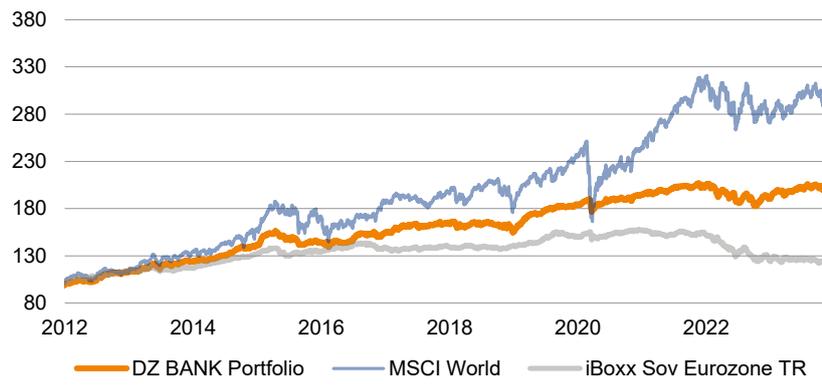
Ungeachtet der erfreulichen Performance des Musterportfolios im laufenden Jahr wollen wir den näher rückenden Jahreswechsel nutzen, um unsere Engagements auf die sich im Jahr 2024 bietenden Chancen auszurichten. Grundlage für diese geänderte Ausrichtung ist die Annahme, dass die Leitzinserhöhungszyklen ausgelaufen sind und das Renditeniveau sowohl in den USA als auch im Euroraum perspektivisch zurückgehen sollte. Flankiert werden dürften diese Vorgaben durch ein solides Konjunkturmilieu, das sich nach einer Schwächephase Ende dieses Jahres in den nächsten Quartalen nach und nach aufhellen sollte.

Mit Blick auf die einzelnen Positionen unseres Musterportfolios trennen wir uns vom Engagement im Bankensektor des Euroraums (Euro Stoxx Banks), das derzeit einen Anteil von 6% besitzt. Zum einen gilt es hier, Gewinne mitzunehmen – seit Jahresbeginn konnte der entsprechende Index gut 20% zulegen. Zum anderen profitierte der Sektor in den letzten Monaten vor allem von immer weiter steigenden (Leit-) Zinsen. Mit dem Auslaufen der Anhebungszyklen vonseiten der Notenbanken weltweit und der Aussicht auf steigende Einlagenzinsen dürfte dieser Impuls wegfallen. Ein langfristig erhöhtes Zinsniveau, das von den Notenbankvertretern der Europäischen Zentralbank zuletzt immer wieder mit der Botschaft „Higher for longer“ ins Schaufenster gestellt wurde, sollte sich stattdessen positiv auf das Geschäftsmodell der Versicherer (Euro Stoxx Insurance) auswirken. Insbesondere die dauerhaft höhere Wiederanlage Rendite dürfte die Solidität und Ertragssituation der Branche nachhaltig verbessern.

Auch auf unser Engagement im Staatsanleihe segment hat das Ende der Leitzinsanhebungszyklen Auswirkungen. Bislang hatten wir uns zum einen auf einen global stark diversifizierten Index für Staatspapiere von Schwellenländern (J.P. Morgan EMBI Plus Hedged Euro, Portfolioanteil: 9%) und zum anderen auf kürzere Laufzeiten von US-Treasuries zwischen ein und drei Jahren konzentriert, um die hohen Renditen an dieser Stelle zu nutzen (Anteil: 10%). Wir sehen nun den Zeitpunkt gekommen, diese Positionen aufzulösen und in sehr lang laufende US-Staatsanleihen umzuschichten. Der von uns ausgewählte Bloomberg-Index weist dabei eine Laufzeit von knapp 23 Jahren bei einer üppigen Verzinsung von etwa 4,7% (Anteil: 14%) auf. Auf Jahressicht rechnen wir nicht nur mit einem breit angelegten Rückgang der US-Renditen, wodurch zusätzliche Kursgewinne zu erwarten sind. Darüber hinaus ist von einer lediglich moderaten Abwertung des US-Dollars auszugehen, sodass von der Währungsseite kein größerer Gegenwind aufkommen sollte.

Neben der Umschichtung in sehr lang laufende US-Staatsanleihen stärken wir im Musterportfolio darüber hinaus unser Aktien-Exposure und setzen dabei auf den US-Technologiesektor. Beeindruckende 46% ging es für den Nasdaq 100 seit Jahresanfang bergauf. Zum einen sollte sich die globale konjunkturelle Aufhellung positiv auf der Einnahmeseite – beispielsweise bei den Werbeerlösen – bemerkbar machen. Zum anderen sehen wir durch das Thema Künstliche Intelligenz langfristige Ertragspotenziale, die sich in den nächsten Monaten in höheren Kursen der betroffenen Unternehmen widerspiegeln dürften. In der Summe ergibt sich durch die Umschichtungen eine Übergewichtung der Aktienengagements in Höhe von 48% gegenüber Anleihen (37%) und einer Liquiditätsreserve, die einen Anteil von rund 15% hat.

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 6. Dezember 2023

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

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

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Bayer	17.10.2023	104	43,20	31,71	-26,6%
Commerzbank	25.04.2023	432	10,34	11,39	+12,1% (inkl. Dividende)
Encavis	30.03.2023	281	15,62	14,18	-9,2%
Fresenius	18.09.2023	153	30,12	28,72	-4,6%
IONOS Group	30.03.2023	309	14,22	14,22	+0,0%
Krones	12.07.2023	42	107,10	103,40	-3,5%
Mercedes-Benz Group	20.02.2023	59	74,87	61,45	-11,0% (inkl. Dividende)
MTU Aero Engines	06.10.2023	26	164,95	186,95	+13,3%
Munich Re	30.12.2022	13	304,00	393,50	+33,3% (inkl. Dividende)
RWE StA	14.06.2023	115	39,95	40,16	+0,5%
Amazon.com	03.11.2023	35	128,84	135,94	+5,5%
Carrefour	09.05.2023	248	18,16	17,32	-1,5% (inkl. Dividende)
CRH	07.03.2023	91	48,63	58,39	+22,5% (inkl. Dividende)
ENI	04.08.2023	333	13,72	15,09	+13,4% (inkl. Dividende)
Intesa Sanpaolo	17.07.2023	1.868	2,44	2,68	+16,1% (inkl. Dividende)
Mondelez International	30.12.2022	64	62,66	65,60	+6,5% (inkl. Dividende)
Novartis	14.06.2023	50	91,99	90,05	+3,4% (inkl. Abspaltung)
Qualcomm	03.11.2023	41	111,14	120,76	+9,3% (inkl. Dividende)
Tencent Holdings	22.11.2023	122	38,14	36,72	-3,7%
T-Mobile US	08.09.2023	35	129,00	142,02	+10,6% (inkl. Dividende)
TotalEnergies	17.10.2023	71	63,18	61,37	-2,9%
Vinci	15.02.2023	40	109,22	115,30	+9,3% (inkl. Dividende)
Walt Disney	17.03.2023	48	87,58	84,13	-3,9%

Stand: 6. Dezember 2023

Quellen: LSEG, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 5. Dezember 2023 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 19,1% erzielt und damit besser abgeschnitten als der MSCI World Total Return in Euro (plus 17,1%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 14,1%) und der DAX (plus 18,7%). Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quellen: LSEG, DZ BANK

Lebenstraum Eigenheim – bekannte Fragen unter neuen Vorzeichen

Experten-Interview

Mit Oliver Adler, Abteilungsleiter Produktmanagement bei Schwäbisch Hall

Friedrich: Bauen ist im vergangenen Jahr deutlich teurer geworden. Dabei spielen die Zinsen, aber auch die Materialkosten eine Rolle. Für wen also lohnt sich Bauen noch oder auch der Kauf einer Immobilie? Und wie ist eine richtige Finanzierung aufzubauen?

Oliver Adler: Nach wie vor sagen drei Viertel aller Menschen in Deutschland, ungeachtet ihres Alters: „Es ist für mich erstrebenswert, in die eigenen vier Wände zu kommen, diese zu bauen, diese zu erwerben.“ Eine sehr bemerkenswerte Zahl, die zeigt, wie wichtig die Immobilie ist. Eines der größten Motive, das neben dem Komfort genannt wird, ist das Thema Altersvorsorge. Für viele scheint es ein hohes Motiv zu sein, idealerweise komplett ohne Finanzierungsbelastung im Alter in den eigenen vier Wänden zu wohnen. Und wenn die richtige Immobilie gefunden ist – unter Berücksichtigung aller infrastrukturellen Gegebenheiten, dann ist es wert, den berühmten Kassensturz zu machen; zu ermitteln, wie viele Mittel inklusive einer Reserve zur Verfügung stehen: Wie sieht das monatliche Budget aus? Was kann oder muss ich mir eventuell mehr leisten für die eigenen vier Wände, und ist es mir das wert? Danach ist es wichtig, gezielt ins Gespräch mit einem Berater zu gehen, um professionelle Begleitung zu erhalten – hinsichtlich der Kosten, der Eigenmittel und des Finanzierungsbedarfs. Um so das wirklich passende Angebot zu finden, das auf einen eher langen Zeitraum angelegt ist. Ganz konkret heißt das dann eine Laufzeit von zehn, 15 und eventuell 20 Jahren respektive natürlich auch mit Zinsbindung bei dem klassischsten aller Baufinanzierungsprodukte, dem Annuitätendarlehen. Die Beratung ist auch wichtig, um ganz gezielt mit aufrufen zu können, welche Förderung es seitens der KfW gibt, aber auch durch die Landesförderprogramme. Dazu muss man das Budget kennen und die Eigenkapitalvoraussetzungen, zumal es durchaus Parameter gibt, die einzuhalten sind. Deshalb lohnt sich der Gang zum Berater, um das bestmöglich vorzubereiten und dann auch begleitet zu werden.

Friedrich: Vorbereitung und Beratung ist ein gutes Stichwort. Die Bundesregierung hat sich zum Ziel gesetzt, dass pro Jahr 400.000 neue Wohneinheiten entstehen sollen. Wie realistisch ist das Ziel? Wie sinnvoll ist es vielleicht auch? Und vor allem: Was müsste getan werden, damit man zumindest näher herankommt?

Oliver Adler: Sinnvoll ist es ohne jede Frage. Realistisch? Momentan eher nein. Denn zum einen haben wir einen Zielkonflikt, der mit der Frage beginnt: Was heißt denn erschwingliches Wohnen beziehungsweise erschwinglicher Wohnungsbau? Und dieser hat in den vergangenen Jahren ein Momentum signifikant gestiegener Baukosten erlebt. Jetzt ist mit dem gestiegenen Zinsniveau ein weiterer Punkt hinzugekommen. Damit haben wir schon zwei belastende

Faktoren, die letztendlich dazu geführt haben, dass der ein oder andere Bauherr oder Investor sein Vorhaben momentan zurückstellt, um nicht in Bedrängnis zu geraten aufgrund der gestiegenen Kosten – sowohl auf der Finanzierungsseite als auch bei den Baumaterialien. Ein zweiter Punkt in dem Zielkonflikt ist, dass wir klimaneutraler bauen wollen und das auch müssen – eine gesellschaftliche Aufgabe, die als solches akzeptiert worden ist. Aber jeder Energieeffizienzstandard in der Erhöhung bedeutet wiederum gestiegene Baukosten. Und was wir nicht unterschätzen dürfen: Es gibt im Bund das Ziel, Fläche für die Bebauung einzusparen. Und bei einer hohen Nachfrage kollidiert das natürlich.

Doch es gäbe durchaus Ansätze. Ein erster ist jetzt von der Bundesregierung aufgegriffen worden, indem sie den Energieeffizienzstandard für den Neubau senken möchte, der am 1.1.2023 auf das Energiehaus 55 festgelegt wurde. Das heißt, dieses Haus, das neu gebaut wird, darf gemessen an einem Referenzwert – anhand eines Referenzhauses – laut Gesetz einen Jahresprimärenergiebedarf von 55 haben, und der sollte ab 1.1.2025 auf 40 verschärft werden. Doch der Gesetzgeber hat erkannt, dass das kontraproduktiv ist, weil es den Zielkonflikt noch mal verschärfen würde und hat das erst einmal entnommen. Ein weiterer Lösungsansatz wäre aus unserer Sicht eine gezieltere Förderung. In den vergangenen Jahren sind die Kaufpreise der Immobilien gestiegen und mit Blick auf die Kaufnebenkosten explizit die Grunderwerbsteuer. Das bedeutet, mit jedem gestiegenen Euro, den ich für meine Immobilie zahle, steigt auch die Last für die Grunderwerbsteuer. Hier sollte man über Freibeträge nachdenken oder eine Reduktion der Grunderwerbsteuer für Erst-erwerber. Denn das ist ein wichtiger Punkt, um Motivation zu schaffen und nicht zu viel vom Eigenkapital wegzunehmen. Zumal die Preise nach wie vor hoch sind, auch wenn sie etwas zurückkommen. Und ein letzter Punkt wäre, dass man in den Regionen, wo der Bedarf besteht, gezielter eine Voraussetzung schafft, um zusätzliches Bauland ausweisen oder vorhandene Gewerbeflächen umwidmen zu können. Hier brauchen wir eine gewisse Beschleunigung, was die Zusagen und die Genehmigungen angeht. Das könnten drei mögliche Lösungsszenarien sein.

Friedrich: Sie haben recht häufig den Staat mit ins Spiel gebracht, der eine sehr große Rolle spielt. In diesem Jahr wurde das Heizungsgesetz sehr prominent und kontrovers diskutiert. Daher generell die Frage: Sind gesetzliche Vorhaben und die Regulierung ein Hemmschuh für den Bau- und Immobiliensektor? Oder lenken sie tatsächlich die Investitionen – ob Energiestandard 55 oder 40 – in die richtige Richtung, was Renovierung und Bauen angeht?

Oliver Adler: Grundsätzlich bin ich der Meinung, dass wir zu viele Details haben, zu viele Vorschriften, zu viele Maßgaben, die auf den Bau wirken. Die Regularien sind gestiegen und mit jedem Ansteigen der Regularien ist der Fortschritt ein Stück weit zurückgegangen – auch der Fortschritt in Bezug auf die Fertigstellung von Wohnungen. Es mag weitere Faktoren geben, aber die Regulatorik ist mit Sicherheit ein Punkt, der den privaten Investor oder Bauherrn ein Stück weit hemmt. Geht man noch einen Schritt weiter, dann bedeutet das, dass die Regularien – angefangen von einem Bauplaner, von einem Architekten, einem Bauträger bis zum privaten Bauherrn – eine Umsetzung erschweren beziehungsweise schwerfällig machen. Und oben drauf kam noch das Heizungsgesetz oder das EEG und die EU-Regularien. Das alles wirkt sehr dirigistisch. Man hat unterschätzt, dass hier ein Eingriff, eigentlich fast schon ein Übergriff in das Privatleben stattgefunden hat, nämlich in die eigenen vier Wände. Und damit geht auch die Verlässlichkeit zurück – die Verlässlichkeit in die eigene Immobilie, die Verlässlichkeit, wohin die Politik steuern möchte. Der so wichtige Ansatz zwischen Fordern und Fördern war nicht erkennbar, sodass es zu dieser Rückzugssituation und dieser stark ablehnenden Haltung kam. Das sollte man – und hat man jetzt auch getan – besser machen, damit hier Verlässlichkeit herrscht und man Planungssicherheit hat. Denn das Stichwort Sicherheit ist auch für einen privaten Bauherrn, der seine Immobilie sanieren möchte, unheimlich wichtig. Gerade bei dem Thema der energetischen Modernisierung des Gebäudebestandes ist es relevant, dass die Bürgerinnen und Bürger verlässlich mit der Förderung rechnen können und das staatlicherseits auch gehalten wird. Nur das bringt letztlich den Fortschritt, den wir gerade im Gebäudebestand benötigen.

Friedrich: Fortschritt ist ein sehr gutes Stichwort. Wo liegen denn die Trends im Bauen, mit Blick auf serielles Bauen oder auch 3D-Drucker, die mit riesigen Betonpumpen Häuser hinstellen. Worum geht es dabei und wie sieht Bauen der Zukunft ganz allgemein aus?

Oliver Adler: Grundsätzlich wird das Bauen nachhaltiger werden. Wir sehen gerade im Süden der Republik, in Bayern und Baden-Württemberg, aber auch in anderen Bundesländern, dass zunehmend mehr in und mit Holz gebaut wird. Auch die Holzrahmenbauweise ist signifikant auf dem Vormarsch, weil man doch erkennt, dass Holz ein klimafreundlicheres Baumaterial als der klassische Beton ist. Nichtsdestotrotz ist der Beton nicht passé. Sie haben den 3D-Druck auf dem Bau angesprochen – das erste 3D-Haus ist in Beckum im Münsterland entstanden. Im Gegensatz zum Fertighaushersteller wird beim 3D-Druck nicht im Werk produziert und an die Baustelle gebracht, sondern es wird auf der Baustelle produziert. Und wo jetzt eine Vielzahl von Handwerkern für den Rohbau aktiv sind, richten dann zwei Leute die Baustelle ein, damit die Produktion beginnen kann. Ich finde den Trend sehr begrüßenswert, weil damit auch ein Beitrag geleistet

werden kann, um das Ziel der Bundesrepublik zu erreichen, 400.000 Wohneinheiten zu errichten. Ein weiterer wichtiger Punkt wäre, die Bauvorschriften zu reduzieren. Auch das ist erkannt worden, es muss einfacher und vor allen Dingen schneller werden. Dabei gilt es grundsätzlich von der Planung her digitaler zu werden, um Genehmigungen zu erhalten. Und der serielle Trend, der sich so ein wenig abzeichnet, wird wohl gerade bei dem Thema Sanieren sehr spannend werden. Schaut man auf alte Wohngebiete, die vor 20 Jahren neu gebaut wurden, dann gibt es dort in unterschiedlichster Ausprägung einen Sanierungs-, Renovierungs- und Modernisierungsbedarf. Heute werden Baustellen – ob Neubau oder Modernisierung immer etwas „wasserfallartig“ organisiert. Gelingt es in Zukunft, das aufeinander abgestimmter und besser zu koordinieren, dann entsteht eine Riesenchance, seriell zu sanieren. Es gibt ganz tolle Beispiele, dass man eine komplette Sanierung innerhalb von drei, vier Wochen schaffen kann. Vorstellbar wäre eine solche serielle Sanierung beispielsweise in einer Straße, koordiniert durch einen Generalunternehmer mit den Eigentümern. Das würde bedeuten, Handwerker eins fängt in Haus eins an, geht eine Woche später in Haus zwei, Handwerker zwei kommt in Haus eins und so weiter. Auf diese Weise kann man dort innerhalb kürzester Zeit eine umfassende Sanierung sicherstellen. Das ist heute bereits möglich und muss in die Breite gehen. Am Ende ist es ein Mehrgewinnermodell, vor allen Dingen aber für den Immobilieneigentümer. Denn je schneller es geht, umso mehr spart es Kosten und Zeit und letztendlich auch die Nerven.

Und ein Gedanke noch: Ich könnte mir auch vorstellen, dass die gute alte Werkswohnung eine Renaissance erlebt, wenn auch weniger als Trend. Wir sprechen in Deutschland über Fachkräftemangel und diese Fachkräfte brauchen am Produktionsstandort – trotz Homeoffice-Lösungen – die Möglichkeit, zu wohnen und zu leben. Durch die Umwidmung von Büroflächen, vielleicht auch von Produktionsflächen könnte Wohnraum ganz speziell für die Menschen zu Verfügung gestellt werden, die am entsprechenden Standort benötigt werden. Meines Erachtens fokussiert sich das nicht nur auf die großen Unternehmen, sondern kann durchaus auch für mittelständische Unternehmen eine Überlegung sein. Zudem wäre es ein Standortvorteil, wenn der Arbeitgeber eine Voraussetzung dafür schafft, wie Familie im Umfeld des Arbeitsplatzes leben kann.

Friedrich: Vielleicht abschließend noch einen ganz konkreten Blick auf den Immobilienmarkt und die dortigen Preise. Wir haben im letzten Jahr einen deutlichen Rückgang gesehen, gerade auch bei Privateigentum. Wann können Häuslebauer, Hausbesitzer, Wohnungsbesitzer denn damit rechnen, dass dieser Trend nach unten abgeschlossen ist oder ist er das vielleicht schon und geht es vielleicht dann in den nächsten Quartalen oder auf absehbare Zeit auch wieder bergauf?

Oliver Adler: Ich denke, der Trend ist noch intakt und dass es von den Preisen her eher zurückgehen wird. Je nachdem, was man als Grundlage heranzieht, gibt es Messgrößen zwischen 20% und 30%, die der Markt zurückgehen könnte. Meine persönliche Einschätzung ist, dass wir einen zweigeteilten Markt erleben werden: einmal den Markt für Neubau beziehungsweise gut sanierte modernisierte Bestandsimmobilien, die im Preis eher gleich bleiben werden, je nach Lage und Region vielleicht sogar leicht zulegen können. Und wir werden all jene Immobilien haben, bei denen es schwierig werden wird, weil sie ein gewisses Alter haben, nicht klimafit sind oder unter Umständen sogar ein markantes Handicap besteht, mit verträglichen Mitteln, einen adäquaten Energieeffizienzstandard hinzubekommen. Neben dem berühmten Klassiker „Lage, Lage, Lage“ kommt also ein weiterer Punkt hinzu: „Lage, Lage und Energieeffizienz“. Und danach wird sich dieser Markt etwas zweiteilen. Deshalb gehe ich eher von einem weiteren Rückgang aus, in einigen Regionen vielleicht auch schon ersten Tendenzen zur Stabilisierung. Belastend für die Thematik sind die Mieten, die weiterhin ansteigen, weil der Druck unheimlich hoch ist: Wenn der Wohnraum nicht entsprechend zur Verfügung steht, wird sich der Druck auf dem Mietmarkt manifestieren. Gerade junge Familien mit Kindern im städtischen Umfeld in einer Drei-/Vierzimmerwohnung, haben momentan keine Lösungsmöglichkeit hinsichtlich der eigenen vier Wände, ob Neubau oder Kauf einer Bestandsimmobilie, und das wird den Druck noch mal signifikant erhöhen. Umso notwendiger ist es, intelligente Lösungen zu finden, mehr Wohnraum in der Zukunft zu schaffen. Denn all das, was dann nicht gebaut wird, staut sich auf und wird den Druck definitiv weiter erhöhen.

Friedrich: Das waren wirklich sehr spannende und auch praktische Einblicke in das Thema. Vielen Dank dafür.



Der Schlüssel für klimafreundliches Bauen und Wohnen Über Verbote und marktwirtschaftliche Anreize

Thomas Kulp, Analyst
Pascal May, Research Assistant

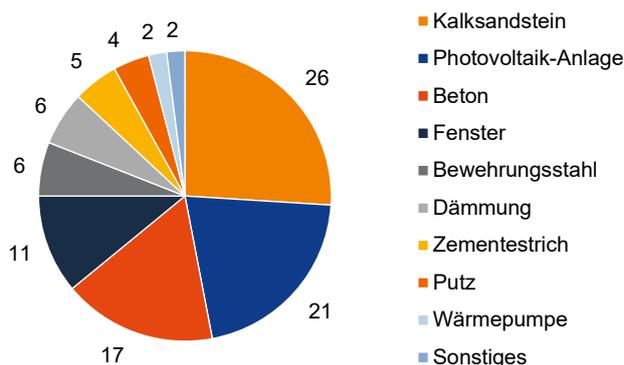
Als die Ampelkoalition Mitte 2023 ihre Pläne zur Reform des Gebäudeenergiegesetzes (GEG) vorstellte, war der Aufschrei in der Bevölkerung groß. Dabei ist die Debatte Ausdruck einer grundsätzlichen Diskussion darüber, wie das Bauen und Wohnen in Zukunft klimafreundlicher gestaltet werden kann. Denn während die einen rigorose Vorschriften und Verbote für notwendig halten, setzen die anderen auf marktwirtschaftliche Anreize.

Effizienteres Bauen und Wohnen sind zentrale Elemente im Kampf gegen den Klimawandel. Darin sind sich alle Seiten grundsätzlich einig. Denn nach Schätzungen der Vereinten Nationen für das Jahr 2020 entfallen weltweit rund 38% der energiebedingten CO₂-Emissionen auf den Bausektor. Dabei entstehen Emissionen sowohl beim Bau eines Hauses („graue Energie“) als auch beim späteren Bewohnen. Während für den Bau eines Einfamilienhauses vor allem die Herstellung von Kalksandstein, Beton sowie Photovoltaikanlagen mit erheblichen Emissionen verbunden ist, ist im Bedürfnisfeld „Wohnen“ in erster Linie die Erzeugung der Raumwärme klimarelevant.

Mit klaren Vorschriften zum klimafreundlichen Haus der Zukunft?

Die Emissionen rund ums Haus können nur dann verlässlich reduziert werden, wenn die Politik durch Regeln und Vorschriften einen klaren gesetzlichen Rahmen setzt. Befürworter dieser Position verweisen gelegentlich auf die Tatsache, dass die meisten Menschen in Umfragen zwar mit überwältigender Mehrheit angeben, Klimaschutz wichtig zu finden, ihr Verhalten aber nicht entsprechend anpassen. Deshalb sei es unabdingbar, dass der Staat eingreife und das Heft des Handelns in die Hand nehme. Mit dem novellierten Gebäudeenergiegesetz verfolgt die Bundesregierung genau diesen Ansatz. Dessen zentrale Vorgabe lautet, dass ab dem 1. Januar 2024 neu eingebaute Heizungen zu 65% mit erneuerbaren Energien betrieben werden müssen. Dies soll dazu führen, energieineffiziente, auf fossilen Brennstoffen basierende Heiz- und Kühlsysteme schrittweise zu ersetzen und die Emissionen aus dem Wärmesektor zu begrenzen.

CO₂-EMISSIONEN BEIM NEUBAU EINES EINFAMILIENHAUSES
IN %, STAND: 2019



Quellen: BMUV, DZ BANK

Solche Verbote haben einen enormen Vorteil: Sie wirken sofort. Im Gegensatz dazu kann es sehr viel Zeit beanspruchen, bis marktwirtschaftliche Instrumente ausgehandelt und umgesetzt sind. Denn blickt man in die Vergangenheit, so wird zwar seit Jahrzehnten über eine mögliche CO₂-Bepreisung oder einen Emissionshandel diskutiert, passiert ist bisher aber wenig. Das liegt vor allem daran, dass marktwirtschaftlichen Instrumenten oft ein langer Prozess der Konsensfindung vorausgeht. Dabei steht der Versuch im Vordergrund, möglichst alle Meinungen einzubeziehen und so (bei den Wählern) unpopuläre Entscheidungen zu vermeiden. Zur Realität gehört aber auch, dass eine wirksame Reduktion unserer Emissionen nur gelingen kann, wenn wir unser heutiges Handeln einschränken. Konkret bedeutet dies zum Beispiel den stückweisen Ausstieg aus „alten“ Heizsystemen, auch wenn deren Weiterbetrieb im Moment wohl am bequemsten wäre.

Beispiele aus der Vergangenheit zeigen jedoch, dass der bequemste Weg nicht immer der beste ist und dass ein Verbot auch zur Entwicklung von Alternativen beitragen kann. So wurde in den 1970er- und 1980er-Jahren entdeckt, dass chlorierte Fluorchlorkohlenwasserstoffe (FCKW) zum Abbau der Ozonschicht beitragen. Da diese damals vielfach zum Einsatz kamen, beispielsweise in Kühlschränken, Klimaanlage oder Schaumstoffen, befürchtete man im Falle eines Verbots, dass Umstellungen teuer und technisch anspruchsvoll sein würden. Doch es kam anders: Ersatzstoffe wurden entwickelt und die Ozonschicht konnte sich tatsächlich regenerieren. Einen ähnlichen Effekt erhofft man sich nun von der Reform des GEG, wobei insbesondere die Schaffung von Planbarkeit zur Weiterentwicklung von Alternativen beitragen soll. Wirtschaftsminister Robert Habeck kommentierte die Änderungen unter anderem mit den Worten: „Klimaschutz wird konkret, das klare Signal für den Umstieg auf klimafreundliches Heizen wird gesetzt.“

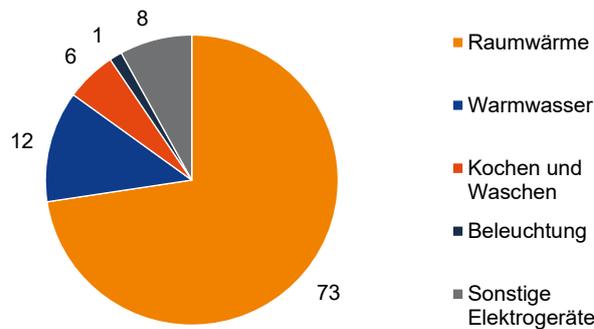
Marktwirtschaftliche Anreize als Schlüssel zur erfolgreichen Bauwende

Kritiker dieses Weges weisen jedoch darauf hin, dass Verbote nur sehr unzureichend in der Lage sind, die Bedürfnisfelder Bauen und Wohnen klimafreundlicher zu gestalten. Denn schlecht ausgestaltete Verbote stoßen nach Ansicht dieser Gruppe häufig auf geringe Akzeptanz und damit auf gesellschaftlichen Widerstand. Daher plädieren Verbotgegner eher für marktwirtschaftliche Anreize, die vor allem durch Flexibilität überzeugen. Denn was bei Verboten und Vorschriften immer mitschwingt, ist die Annahme, dass die jeweiligen Regierungen bereits den besten Weg zum klimafreundlichen Wohnen kennen. Doch ist der geplante Einbau von Wärmepumpen wirklich das Allheilmittel, um Wohnen emissionsärmer zu machen? Dies ist zumindest teilweise umstritten, da neben der Abhängigkeit von den Umgebungsbedingungen insbesondere die Komplexität der Installation und Wartung zu nennen sind. Daher ist eine erwägenswerte Alternative, klimaschädliche Heizsysteme durch Steuern relativ zu verteuern. Dadurch werden beispielsweise Ölheizungen unattraktiv und Unternehmen können mit effizienteren Alternativen neue Geschäftsfelder erschließen. Dieses System positiver Anreize fördert somit Innovationen, die für eine grüne Transformation unerlässlich sind. Ähnliches war beispielsweise während der Corona-Pandemie zu beobachten, als der Markt in kürzester Zeit neu entwickelte Impfstoffe zur Verfügung stellen und so Menschen schützen konnte.

Darüber hinaus bieten marktwirtschaftliche Instrumente die Möglichkeit einer länderübergreifenden Zusammenarbeit. Dies ist wichtig, da die Bremsung der Erderwärmung globale Kooperation verlangt. Denn auch wenn Deutschland eine Schlüsselrolle beim Klimaschutz zukommt, ist unser Einfluss auf die Gesamtemissionen sehr begrenzt. Konkret bedeutet dies, dass sich der Ausstieg aus fossilen Heizungen nur lohnt, wenn außer Deutschland auch andere Länder mitmachen.

Ein Beispiel: Der 2011 beschlossene Atomausstieg Deutschlands mag zwar lokal erfolgreich gewesen sein, gleicht aber international einem Nullsummenspiel, da sich die Gesamtzahl der Kernkraftwerke weltweit seither nicht verändert hat. Globale marktwirtschaftliche Ansätze wie CO₂-Steuern oder Zertifikatesysteme können dieses Problem lösen und genießen zudem den Ruf, sozialverträglicher zu sein. Das liegt vor allem daran, dass in vielen Ländern ein positiver Zusammenhang zwischen Einkommen und persönlichem CO₂-Ausstoß besteht. Werden diese Emissionen verteuert, zahlen einkommensstärkere Schichten tendenziell mehr.

CO₂-EMISSIONEN IM BEDARFSFELD „WOHNEN“
IN %, STAND: 2020



Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

Den Blick über den Tellerrand wagen

Doch welcher Weg ist denn nun der richtige, um die durch Bauen und Wohnen freigesetzten Emissionen zu begrenzen? Hier liegt der Fehler bereits in der Fragestellung. Denn Verbote und marktwirtschaftliche Instrumente sind keine Gegensätze, sondern entfalten ihre Wirkung vor allem in Kombination. Zum einen ist es eine Illusion, zu glauben, wir könnten unsere Emissionen ganz ohne Regeln reduzieren. Bauvorschriften und Normen setzen schon heute Standards etwa für Sicherheit, Energieeffizienz und Bauqualität und sind damit integraler Bestandteil unseres Zusammenlebens. Denn die eigene Freiheit hört bekanntlich dort auf, wo man die Freiheit seiner Mitmenschen einschränkt. Daher ist es wichtig, dass der Staat korrigierend eingreift und gerade dort sinnvolle Verbote ausspricht, wo es bereits eine Vielzahl alltagstauglicher Alternativen gibt. Denn allein auf das Prinzip der Freiwilligkeit zu setzen, kann nicht nur sehr lange dauern, sondern auch schlichtweg scheitern – auch das haben uns die bisherigen Erfahrungen mit dem Klimawandel gelehrt. Darüber hinaus lässt sich der freie Markt flexibel an Veränderungen anpassen. Dies zeigt sich nicht zuletzt daran, dass Krisen oft nur durch neue Ideen und Innovationen gelöst werden konnten. Das blinde Festschreiben von Vorgaben schließt diesen Weg jedoch kategorisch aus, da der vermeintlich beste Weg bereits vorgegeben ist. Um das Bauen und Wohnen emissionsärmer zu gestalten, kommen wir aber an neuen Entwicklungen und Ideen nicht vorbei, dafür ist die globale Tragweite der Problematik einfach zu groß. Wichtig ist aber vor allem, das Lagerdenken zu überwinden und sich ohne Scheuklappen auf die Suche nach den effizientesten Lösungen zu machen.



Keine Angst vor der Wärmepumpe Das neue Heizungsgesetz (GEG) ebnet den Weg hin zur Energiewende

Robert Czerwensky, Analyst
Pascal May, Research Assistant

Um bis 2045 die Treibhausgasneutralität zu erreichen, ist der zügige Ausbau einer dekarbonisierten Wärmeversorgung unumgänglich. CO₂-freie oder CO₂-arme Wärme entsteht beispielsweise durch die Nutzung von Umweltwärme (wie Luft, Wasser und Abwasser) in Wärmepumpen. Da die Kosten für Anlagen zur Erzeugung von grüner Wärme zumeist höher als beim Status quo Gas und Öl sind, bedarf es Förderprogrammen.

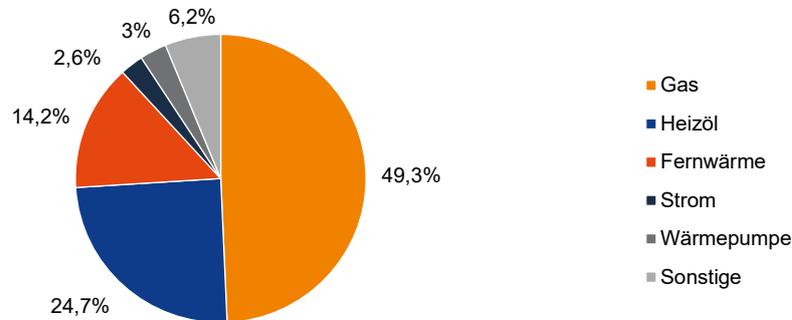
Im Kampf gegen den Klimawandel ist das nachhaltigere Heizen von Gebäuden ein zentraler Bestandteil. Steigende CO₂-Preise verteuern zwar perspektivisch Öl- und Gas-Heizungen und fördern so den Umstieg auf regenerative Energiequellen und Wärmeerzeugung. Doch dieser Anreiz allein reicht oft nicht aus. Denn höhere Einbaukosten, eine geringere Lebensdauer und die Kosten für den Ausgleich von saisonalen Schwankungen der Außentemperatur bei den sehr häufig genutzten Luft-Wasser-Wärmepumpen schrecken noch viele Eigentümer vom Heizungstausch ab. Dennoch gelten Wärmepumpen als das Heizsystem der Zukunft, weil sie im Idealfall durch Ökostrom – beispielsweise aus einer Photovoltaikanlage mit Stromspeicher – CO₂-frei betrieben werden können. Allerdings setzt das Heizen per Wärmepumpe voraus, dass Gebäude auch ausreichend gedämmt und die Heizkörper richtig dimensioniert sind. Sonst drohen die Stromkosten aus dem Ruder zu laufen.

Einbau nachhaltiger Heizungen wird in Neubaugebieten ab 2024 Pflicht

Fossile Energien sind mit einem Anteil von rund 80% in den 41 Millionen Haushalten in Deutschland die Hauptwärmequelle: Knapp jeder zweite Haushalt heizt mit Erdgas und ein Viertel mit Heizöl. Mit Wärmepumpen werden heute nur 3% des Wohnungsbestands beheizt und mit Fernwärme rund 14%. Zur schrittweisen Umstellung auf eine klimafreundliche Wärmeversorgung gilt ab 1. Januar 2024 in Neubaugebieten, dass die Heizungen zu 65% mit erneuerbarer Energie betrieben werden. Diese Vorgabe ist Teil der Novelle des Gebäudeenergiegesetz (GEG), das nach langer Diskussion im Bundestag am 29. September 2023 vom Bundesrat gebilligt wurde. Für neue Heizungen in Bestandsbauten greift die Regelung spätestens zum 30. Juni 2028, nachdem die Gemeinden eine kommunale Wärmeplanung vorgelegt haben. Diese ermittelt den vor Ort besten und kosteneffizientesten Weg für eine klimafreundliche und fortschrittliche Wärme-

versorgung. Fernwärme kommt wahrscheinlich vor allem in Städten und dicht bebauten Gebieten mit Mehrfamilienhäusern infrage, während bei Ein- und Zweifamilienhäusern nach heutigem Stand elektrisch betriebene Wärmepumpen die beste Wahl sind. Spätestens bis zum Jahr 2045 soll die Nutzung von fossilen Energieträgern im Gebäudebereich beendet sein, das heißt alle Heizungen müssen dann vollständig mit erneuerbaren Energien betrieben werden.

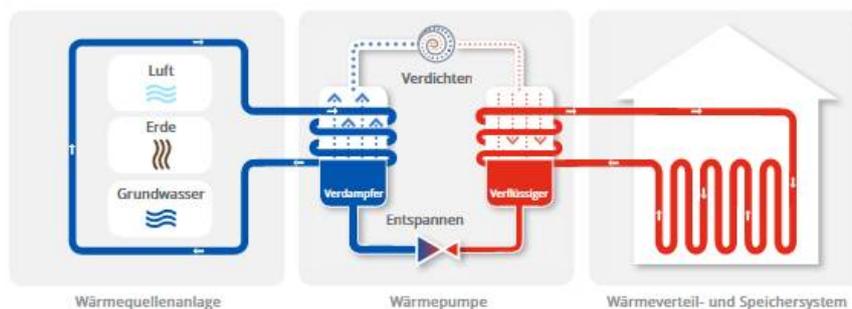
GAS- UND ÖLHEIZUNGEN DOMINIEREN (NOCH) DEN MARKT
BEHEIZUNGSSTRUKTUR IN DEUTSCHEN WOHNUNGEN, STAND: 2022



Quellen: Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft, DZ BANK

Der große Vorteil von Wärmepumpen ist, dass nur wenig Strom benötigt wird, um im Verhältnis viel mehr Wärme zu erzeugen. Häufig reicht eine Kilowattstunde Strom aus, um zwischen drei und fünf Kilowattstunden Wärme zu erhalten. Eine Wärmepumpe funktioniert nach dem gleichen Prinzip wie ein Kühlschrank, nur umgekehrt: Während ein Kühlschrank seinem Innenraum Wärme entzieht und diese nach außen abgibt, entzieht die Wärmepumpe dem Außenbereich die Wärme und gibt sie als Heizenergie an das Haus ab. Wärmepumpen nutzen die Wärme der Umgebung (Luft, Wasser, Erde), bringen sie mittels eines elektrischen Verdichters auf ein höheres Niveau und leiten diese an das Heizsystem weiter. Im geschlossenen System einer Wärmepumpe findet im Kreislauf das Verdampfen, Verdichten, Verflüssigen und Entspannen eines Kältemittels statt. Dabei gilt: Je höher der Temperaturunterschied zwischen der Energiequelle und der benötigten Wärme im Haus ist, desto mehr elektrische Energie muss eingesetzt werden.

FUNKTIONSPRINZIP VON WÄRMEPUMPEN

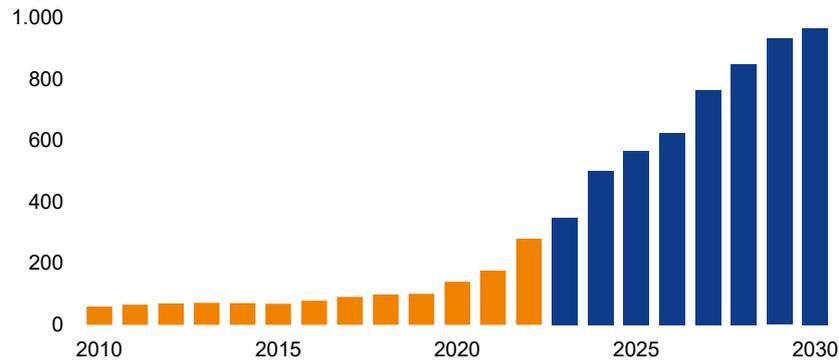


Quellen: Bundesverband Wärmepumpe, DZ BANK

Der Wärmepumpe gehört die Zukunft

Wärmepumpen sind sowohl für Neu- als auch für Altbauten geeignet und daher einer der wichtigsten Hoffnungsträger für die Energiewende im Gebäudesektor. Sie lassen sich nicht nur für die Heizung und Warmwasseraufbereitung nutzen, sondern können im Sommer auch kühlen. Innerhalb der letzten zehn Jahre hat sich der Anteil von Wärmepumpen an den neu eingebauten Heizungsarten mehr als verdreifacht, von 8,8% im Jahr 2013 auf 28,2% im Jahr 2023. Die Bundesregierung hat das Ziel ausgerufen, dass ab 2024 hierzulande mindestens 500.000 neue Wärmepumpen installiert werden – eine deutliche Steigerung gegenüber 2022, als der Absatz 281.000 Einheiten erreichte.

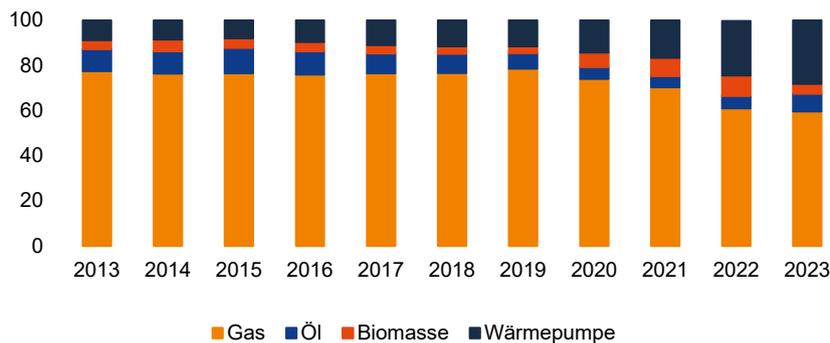
ABSATZENTWICKLUNG VON WÄRMEPUMPEN IN DEUTSCHLAND
 ANZAHL IN TAUSEND, PROGNOSTIZIERTE WERTE AB 2023



Quellen: Bundesverband Wärmepumpe, DZ BANK

In den ersten neun Monaten 2023 ist die Anzahl der verkauften Wärmepumpen um 86% auf einen Rekordwert von 295.000 Stück gestiegen. Im dritten Quartal lag ihr Marktanteil bei 26%, Gasheizungen erreichten 63% und Ölheizungen 9%. Aufgrund der derzeit teilweise unsicheren Förderbedingungen ab 2024 hat sich die Nachfrage nach Wärmepumpen im Jahresverlauf zwar abgeschwächt, dafür gab es aber kurz vor dem Wirksamwerden des geänderten Heizungsgesetzes zum 1. Januar 2024 ein erhöhtes Interesse an neuen Gas- und Ölheizungen. Daher zeichnet sich für die Heizungsbranche ein neues Rekordjahr ab, wurden doch 46% mehr Heizungen in den ersten neun Monaten verkauft als im Vorjahr. Wir gehen davon aus, dass das Absatzwachstum bei Wärmepumpen aufgrund der gesetzlichen Vorgaben und neuer Fördermaßnahmen ab 2024 wieder neuen Schwung erhält und sich der Absatz von Wärmepumpen in den nächsten Jahren verdoppeln wird. Allein der europäische Markt für Luft-Wasser-Wärmepumpen soll sich bis 2027 auf 15 Mrd. US-Dollar verdreifachen.

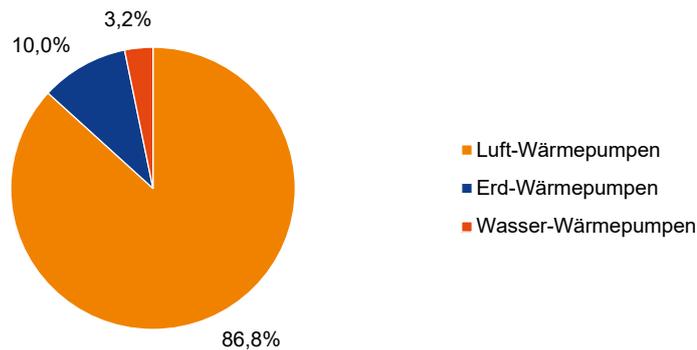
VERSCHIEBUNG DES HEIZUNGSMIX HIN ZU WÄRMEPUMPEN
 HEIZUNGS-NEUGESCHÄFT IN DEUTSCHLAND, ANTEILE IN %



Quellen: Bundesverband der Deutschen Heizungsindustrie, DZ BANK

Die Luft-Wasser-Wärmepumpe ist die bekannteste Art, weil sie fast überall eingebaut oder nachgerüstet werden kann. Hierbei wird die aus der Umgebungsluft gewonnene Energie genutzt und an das Wasser im Heizungssystem abgegeben. Wird die Energie aus der Umgebungsluft ohne wasserführendes Heizsystem genutzt, handelt es sich um eine Luft-Luft-Wärmepumpe. Weitergegeben wird die Energie zum Heizen oder Kühlen hier mittels Wärmetauscher innen und außen direkt an die Raumluft, meistens über Wandgeräte und Truhengeräte (Split-Klimaanlagen). Bei der Sole-Wasser-Wärmepumpe wird Energie aus dem Erdreich an das Übertragungsmedium Wasser abgegeben, um die Wärme wie bei einer Luft-Wasser-Wärmepumpe zu verteilen.

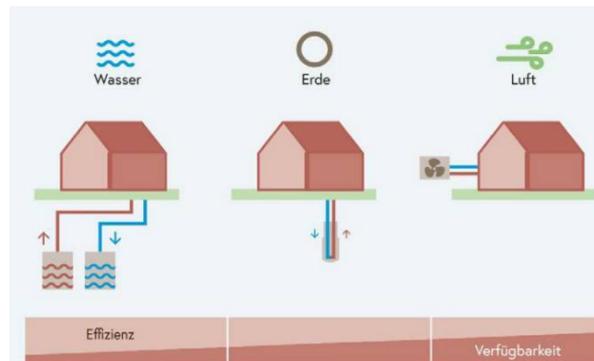
HOHE NACHFRAGE NACH LUFT-WASSER-WÄRMEPUMPEN ABSATZ NACH WÄRMEPUMPENTYP IN DEUTSCHLAND



Quellen: Bundesverband Wärmepumpe, DZ BANK

Eine der effektivsten Anlagen mit der höchsten Effizienz ist die Wasser-Wasser-Wärmepumpe, die die Bodenwärme oder die thermische Energie des Grundwassers (etwa 8 bis 12 Grad) nutzt. Allerdings sind hierfür zwei Tiefbrunnen und vorab eventuell eine Probebohrung bei unklarer Grundwassersituation nötig. Erd- und Grundwasserwärmepumpen werden als effizienter im Vergleich zu Luftwärmepumpen angesehen, da hier die Temperatur konstanter ist als die der Außenluft.

GRUNDWASSER-WÄRMEPUMPEN SIND TEUER, ABER EFFIZIENTER



Quellen: BMK Wien, DZ BANK

Noch ist der hohe Preis ein Hindernis, ...

Trotz der Effizienz von Wärmepumpen haben Gas- und Ölheizungen in den letzten Jahren ihren hohen Marktanteil in Deutschland gehalten. Dies liegt nicht nur am sehr niedrigen Gaspreis bis zum Beginn des Ukraine-Krieges, sondern auch an der ausgereiften, günstigen, effizienten und langlebigen Technik, die in einer Gastherme mit Brennwerttechnik verbaut ist. Während die Kosten für eine neue Gasheizung bei rund 8.000 Euro liegen, werden für den Einbau einer Luft-Wasser-Wärmepumpe etwa 35.000 Euro in Rechnung gestellt. Selbst unter der Annahme einer staatlichen Förderung von 40% wären die Kosten von 21.000 Euro fast drei Mal so hoch wie der Einbau einer Gastherme. Zudem wird aufgrund der begrenzten Vorlauftemperatur möglicherweise eine energetische Sanierung (Wärmedämmung) und ein Heizungsumbau nötig, was zusätzliche Kosten verursacht.

Ein weiterer Kritikpunkt ist die Lebensdauer, die für eine Luft-Wasser-Wärmepumpe lediglich rund 15 Jahre beträgt – maßgeblich abhängig von der richtigen Dimensionierung und Einstellung: Wird der Verdichter, das Herzstück der Anlage, zu häufig am Tag gestartet, reduziert sich die Lebensdauer deutlich auf nur noch zehn Jahre. Dagegen ist die Hälfte der Gas- und Ölheizkessel in Deutschland bereits älter als 20 Jahre, was für deren Langlebigkeit und Zuverlässigkeit spricht. Das neue Heizungsgesetz schreibt zum 1. Januar 2024 vor, dass bis zum Ablauf der Fristen für die Wärmeplanung (spätestens 30. Juni 2028) weiterhin neue Öl- und Gas-Heizungen eingebaut werden können. Allerdings müs-

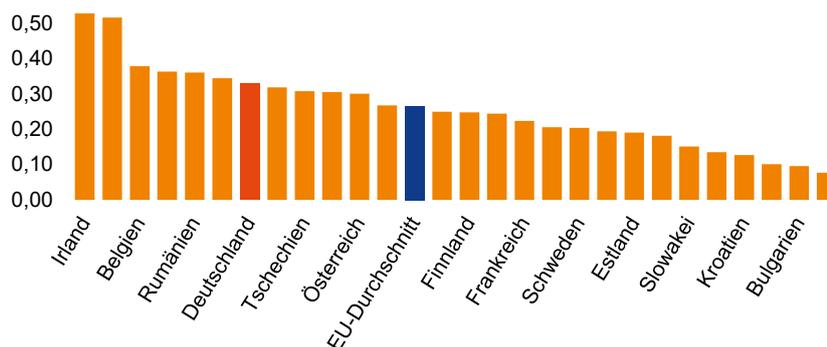
sen diese ab 2029 mindestens 15% an erneuerbaren Energien, wie Biogas oder grünen beziehungsweise blauen Wasserstoff, nutzen, wobei diese Quote später weiter ansteigt.

... aber staatliche Förderung hilft

Sämtliche Maßnahmen zum Einbau eines neuen Heizsystems werden durch die Bundesförderung für effiziente Gebäude unterstützt – wahlweise mit einem Zuschuss oder einem zinsgünstigen Kredit. Neben der Grundförderung von 30% gibt es für Haushalte mit einem zu versteuernden Einkommen von bis zu 40.000 Euro jährlich noch einmal einen Bonus in Höhe von 30%. Hinzu kommt ein Klima-Geschwindigkeitsbonus von zunächst 20% für den frühzeitigen Austausch alter fossiler Heizungen für selbstnutzende Eigentümerinnen und Eigentümer bis einschließlich 2028. Die Förderung werten wir grundsätzlich positiv, allerdings erwarten wir, dass ein Teil davon durch höhere Preise für den Einbau der Wärmepumpe von den Handwerksunternehmen „abgeschöpft“ wird. Aus Eigentümersicht ist der Einbau einer Wärmepumpe sicherlich eine wertsteigernde Maßnahme, insbesondere wenn zugleich eine energetische Sanierung erfolgt. Denn nach den Plänen der EU-Kommission müssen bewohnte Häuser und Wohnungen der „schlechten“ EU-Energieeffizienzklasse G und F bis 2030 energetisch saniert werden, um klimaneutral zu sein.

Der im europäischen Vergleich sehr hohe Strompreis für Privathaushalte in Deutschland reduziert aus unserer Sicht das Interesse, möglichst schnell auf eine Wärmepumpe umzusteigen. Zur Senkung der Betriebskosten bietet sich eine Solaranlage mit Zwischenspeicher an, wodurch allerdings das Investitionsvolumen, trotz weiterer Fördermöglichkeiten, nochmals deutlich ansteigt. Mittelfristig könnte die drastische Anhebung der CO₂-Steuer auf Gas und Öl das Interesse, auf „Grün“ umzusteigen, ankurbeln.

DEUTSCHE STROMPREISE IM EUROPÄISCHEN VERGLEICH ÜBERDURCHSCHNITTLICH HOCH
STROMPREISE IN €/KWH*, STAND: 1. HALBJAHR 2023



* Durchschnittstarif bei jährlichem Verbrauch zw. 1.000 und 2.500 kWh
Quellen: Eurostat, DZ BANK

Checkliste für den Heizungstausch des Bundesverbands Wärmepumpe

1. Kann die Vorlauftemperatur der Heizungsanlage auf unter 50°C herabgesenkt werden? (Heizlastberechnung nach DIN EN 12831)
2. Müssen dazu keine, einzelne oder alle Heizkörper ausgetauscht werden?
3. Ist genügend Platz auf dem Grundstück für die Aufstellung der Luft-Wasser-Wärmepumpe beziehungsweise der Außeneinheit oder für die Erdwärmebohrung vorhanden?
4. Ist eventuell auch eine Ergänzung der bestehenden Anlage durch eine Wärmepumpe möglich (bivalent)?
5. Erfüllt die geplante Wärmepumpenanlage die Förderbedingungen des Marktanreizprogramms (MAP)?
6. Kann die Wärmepumpe mit einer möglicherweise bereits vorhandenen Photovoltaik- oder Solarthermieanlage kombiniert werden?

Wettbewerb der Wärmepumpenhersteller sollte zu Preissenkungen führen

Bekannte deutsche Hersteller von Wärmepumpen sind unter anderem Viessmann, Bosch, Vaillant, Buderus und Stiebel Eltron. Mit diesen Unternehmen verbindet die Handwerksbetriebe eine oft langjährige Geschäftsbeziehung sowie umfangreiche Erfahrung mit deren Gas- und Ölheizungen. Auch internationale börsennotierte Unternehmen wie Carrier Global, Daikin Industries, NIBE, Mitsubishi Electric sind im europäischen Markt gut positioniert. Alle Anbieter haben

erkannt, dass staatliche Vorgaben für klimafreundliche Heizungs- und Klimatechnik und Fördermaßnahmen für den Heizungsaustausch zu einer zunehmenden Nachfrage nach Wärmepumpen in Europa führen werden.

Zur Verbesserung der Marktposition erfolgten in den letzten Jahren mehrere Übernahmen von kleineren Wettbewerbern, zudem wurden auch die eigenen Produktionskapazitäten in Europa ausgebaut. Wie dynamisch sich der Markt verändert, zeigte sich im April 2023, als Carrier Global die Übernahme des Viessmann-Geschäftsbereichs „Klimalösungen“ für 12 Mrd. Euro (Unternehmenswert) ankündigte. Nach dem Ausbau der asiatischen Marktposition durch die vollständige Kontrolle bei Toshiba Carrier wird durch die Viessmann-Übernahme der Geschäftsbereich Klimatisierung (HVAC – Heating, Ventilation and Air Conditioning) weiter gestärkt, insbesondere beim Zukunftsthema Wärmepumpen und den von Viessmann angebotenen Systemlösungen mit Solaranlagen, Stromspeicher und Energiemanagement/Smart Home. Ein wichtiger Wettbewerbsvorteil von Viessmann ist unseres Erachtens der geringe Vertriebsanteil über den Großhandel (etwa 12%), weil hauptsächlich direkt über lokale Installateure verkauft wird. Von der forcierten Energiewende und den gesetzlichen Förderrahmen, wie dem „European Green Deal“, „Fit for 55“ oder „Repower EU“, profitieren alle Hersteller von Wärmepumpen. Dies spricht aus unserer Sicht dafür, dass die Stückkosten für Wärmepumpen zukünftig sinken, was positiv für den Absatz und eine schnelle „Heizungswende“ wäre.



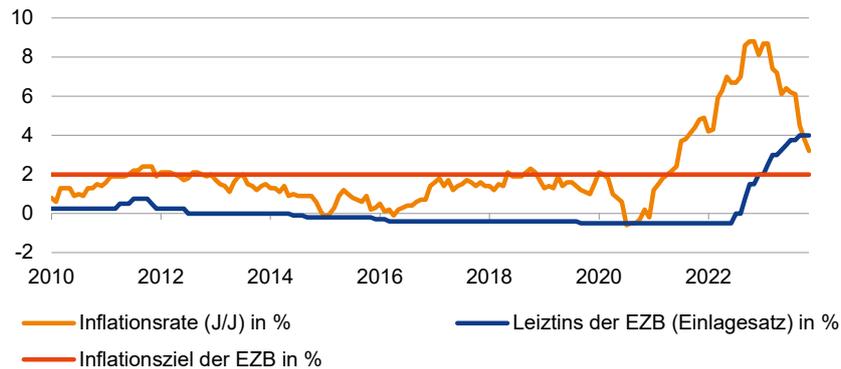
Niedrigere Zinsen voraus Aber keine Rückkehr des ultraniedrigen Zinsniveaus

Birgit Henseler, Analystin

Die kräftigen Zinsanhebungen der Notenbank in der Vergangenheit machen sich vor allem bei den Kreditkosten bemerkbar. Diese werden spürbar teurer, da für neu aufgenommene Kredite mehr Zinsen gezahlt werden müssen. Für (zukünftige) Kreditnehmer stellt sich damit die Frage, ob die Kreditaufnahme in den kommenden Monaten und Jahren noch teurer wird oder ob die Zinsen und damit die Kreditkosten bald wieder sinken werden.

Nachdem die Inflationsraten mehrere Jahre auf einem teilweise zu niedrigen Niveau verharrten, stiegen sie von Anfang 2021 bis Ende 2022 rasant an. In der Spitze lag die Inflationsrate in Deutschland gegen Ende 2022 bei 8,8%. In anderen Ländern des Euroraums haben sich die Preise ebenfalls erheblich erhöht. Um diese Inflationswelle zu brechen, hat die EZB die Leitzinsen kräftig angehoben – innerhalb kürzester Zeit um 450 Basispunkte. Dies war eine bemerkenswerte Neuausrichtung der Geldpolitik, denn seit 2010, also rund zwölf Jahre, lagen die Leitzinsen nahe oder sogar unter null. Im Zuge der geldpolitischen Straffung sind auch die Zinsen und damit die Kreditzinsen deutlich gestiegen. Dadurch hat sich die Aufnahme von Konsumenten- und Immobilienkrediten zum Teil erheblich verteuert. Ebenso wie die Neuausrichtung der Geldpolitik stellt der seit nunmehr zwei Jahren anhaltende Zinsanstieg eine Zäsur dar, da Schuldner vor dieser Zinswende Kredite zu sehr günstigen Konditionen erhalten hatten.

NIEDRIGE INFLATIONSRATEN: LEITZINSEN WAREN ULTRANIEDRIG IN PROZENT



Quellen: Bloomberg; DZ BANK

Leitzinssenkung und Rückgang der Zinsen

Nun sind die Inflationsraten wieder deutlich gesunken und die EZB hat den Höhepunkt der Zinserhöhungen erreicht. Damit stellt sich die Frage, ob der Zinsanstieg ebenfalls zum Stillstand kommt. Sollten sich die Inflationsraten wieder der Zielmarke der Notenbank von 2% (J/J) nähern, könnte die Geldpolitik sogar gelockert werden. Dies sollte dann zu einem Rückgang der Zinsen führen, sodass die Kreditkonditionen wieder günstiger werden. Kehren also die Zeiten der günstigen Kapitalbeschaffung schon bald zurück?

Tatsächlich lässt sich feststellen, dass die (Kredit-)Zinsen in der Regel sinken, wenn die Zentralbank ihre Geldpolitik lockert. Je stärker die Leitzinsen gesenkt werden, desto stärker sind in der Vergangenheit auch die Zinsen gesunken. Voraussetzung für eine deutliche Lockerung der Geldpolitik ist entweder eine starke Rezession oder ein Rückgang der Inflationsrate auf oder gar unter die Zielmarke der Notenbank von 2%. Beides sehen wir in der Form nicht. Denn auch wenn das Wirtschaftswachstum 2024 nur moderat ausfallen dürfte, erwarten wir weder einen Einbruch der Wirtschaftsleistung noch einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit. Mit Blick auf die Entwicklung des Preisdrucks sind wir ebenfalls skeptisch, dass bald wieder Inflationsraten nahe oder sogar unter dem Inflationsziel der EZB erreicht werden. Dafür gibt es mehrere Gründe. So dürfte unter anderem der klimafreundliche Umbau der Wirtschaft in den kommenden Jahren zu einer höheren Inflationsrate führen, da der CO₂-Preis stetig steigt und die Unternehmen für den Umbau zum Teil kostenintensive Investitionen tätigen müssen. Diese Kosten werden auf die Verbraucher überwältigt und dürften zu einem höheren Preisdruck in der Wirtschaft führen. Auch die Demografie, also der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, spricht für höhere Inflationsraten. Im Jahr 2024 dürfte die jährliche Inflationsrate im Euroraum im Durchschnitt bei 3% liegen, in Deutschland im Jahresdurchschnitt sogar bei über 3%. Erst im Jahr 2025 sollte sich die Inflationsrate dem EZB-Ziel von 2,0% langsam annähern, wobei in Deutschland auch 2025 noch mit einem durchschnittlichen Preisanstieg von rund 2,5% gegenüber dem Vorjahr zu rechnen ist.

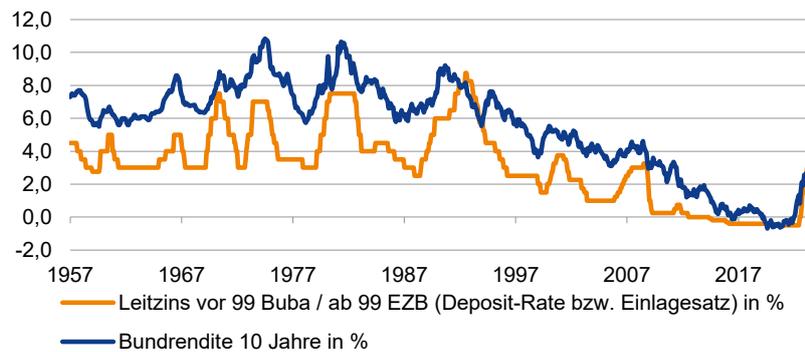
Die Ära der ultraniedrigen Zinsen ist zu Ende

Für die EZB bedeutet der anhaltend hohe Preisdruck, dass sie die Leitzinsen im kommenden Jahr nur moderat senken kann. Wir rechnen mit zwei Leitzinssenkungen im Umfang von jeweils 25 Basispunkten bis Ende 2024. Im Jahr 2025 dürfte der im Trend weiter nachlassende Preisdruck Spielraum für eine weitere Rücknahme der Leitzinsen eröffnen. Bis Ende 2025 sollten die europäischen Währungshüter daher die Leitzinsen weiter gesenkt und wieder ein annähernd neutrales Leitzinsniveau erreicht haben. Eine neutrale geldpolitische Ausrichtung entspricht einem Niveau, bei dem die Geldpolitik weder inflationär noch deflationär wirkt, während gleichzeitig ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum gefördert wird. Sollte ein starker wirtschaftlicher Abschwung in den kommenden Jahren ausbleiben, dürfte die EZB auch nicht zu einer (ultra-)expansiven Geldpolitik wie in der Vergangenheit übergehen.

Die zu erwartende moderate Lockerung der Geldpolitik in Richtung eines lediglich neutralen Niveaus dürfte zwar gerade zu Beginn des neuen Zinszyklus die Zinsen und damit die Kreditkosten verbilligen. Wenn sich die EZB aber nur von einem restriktiven Niveau entfernt und die Leitzinsen langsam und in bescheidenem Umfang senkt, dürfte auch der Zinsrückgang begrenzt bleiben. Für den erwarteten lediglich moderaten Zinsrückgang spricht ein weiteres Argument. So hat die EZB während der vergangenen Krisen (Finanzmarkt- und Schuldenkrise) sowie aufgrund der zu niedrigen Inflationsraten in den vergangenen Jahren Wertpapiere gekauft. Diese Käufe führten zu einer weiteren Abwärtsbewegung der

Zinsen. Angesichts der relativ hohen Inflationsraten wurde diese geldpolitische Strategie nicht nur aufgegeben, sondern die Währungshüter werden ihre Bilanz in den kommenden Jahren wieder verkürzen. Daher dürfte der Wertpapierbestand in der Bilanz der EZB sukzessive abnehmen. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass der Renditerückgang, der sich allein aufgrund der geldpolitischen Lockerung einstellt, durch den Bilanzabbau gebremst wird. Die Zinsen sinken nicht so stark, wie es in der Vergangenheit bei solchen Zinssenkungszyklen üblich war. Ende 2025, wenn die EZB fast schon den Leitzinssenkungszyklus beendet hat, sollten die Renditen sogar wieder aufwärts tendieren.

DIE GELDPOLITIK BESTIMMT DAS NIVEAU DER ZINSEN MASSGEBLICH IN PROZENT



Quellen: Bloomberg; DZ BANK

Zwei Argumente sprechen gegen ultraniedrige Zinsen

Mit der für 2024 erwarteten Lockerung der Geldpolitik dürften die Zinsen sinken. Damit würden auch die Kreditkosten wieder günstiger. Die bis Ende 2021 gültigen ultraniedrigen Zinsniveaus sind aber eindeutig vorbei. Dafür sprechen längerfristig moderat steigende Inflationsraten, die eine ultraexpansive Lockerung der Geldpolitik nicht zulassen, sowie der Bilanzabbau der EZB, der einem möglichen deutlichen Zinsrückgang entgegensteht.



Photovoltaik auf die Tonne!

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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

Diogenes wird immer mal wieder gefragt, ob er eigentlich eine Photovoltaikanlage auf seiner Tonne hat. Er vermutet, dass die Frage scherzhaft gemeint ist, und antwortet entsprechend: Ja selbstverständlich! Und nicht nur das. Meine Tonne hat auch einen elektrischen Antrieb mit 592 PS Leistung und Beschleunigung von 0 auf 100 in 1,8 Sekunden. Reichweite bei Schrittgeschwindigkeit und ausgeschalteter Klimaanlage bis zu 20 Metern, und die Batterie ist bei gutem Wetter in weniger als einem Sommer geladen.

Aber im Ernst: Der gewissenhafte Leser dieser Kolumne weiß ja, dass Diogenes heute nicht wirklich in einem Fass lebt (siehe Friedrich Ausgabe 2018/4). Die Tonne gab es nur in seinem allerersten Leben – natürlich ohne Solarzellen, aber doch nach heutigen Maßstäben ökologisch vorbildlich: Energetisch autark (wenn es warm war, war es warm, sonst eben nicht) und in der Herstellung klimaneutral (da es sich ja um einen wiederverwendeten Behälter für Lebensmittel handelte). Der historische Diogenes gilt ja bis heute als Vorbild für Genügsamkeit, was ja auch irgendwie ökologisch ist. Warum er damals so gelebt hat, kann der heutige Diogenes nicht mehr ganz nachvollziehen. Er hat manchmal den Verdacht, dass sein früheres Ego eben einfach arm (und wahrscheinlich faul) war und als Philosoph dann auf die Idee kam, das als Tugend zu verkaufen.

Den Mangel zur Tugend umzudeuten, ist ja seit Urzeiten ein beliebter philosophischer Kunstgriff. Versuchen wir einmal, diesen Kunstgriff auf einen der Mängel anzuwenden, unter denen die Gesellschaft heute leidet: den Wohnungsmangel. Ein Single kann sich keine eigene Wohnung leisten? Es ist sowieso besser, mit anderen zusammen zu wohnen! Geselligkeit ist gut für Geist und Seele, und Wohnungen mit mehr Menschen brauchen auch weniger Heizung! Eine Familie

hat mehr Kinder als Kinderzimmer? In einem gemeinsamen Zimmer können die Kinder mühelos lernen, miteinander auszukommen. Das ist sowieso eine gute Schule fürs Leben! Ein Angestellter kann sich keine Wohnung in der Stadt leisten, wo er arbeitet, und muss täglich weit pendeln? Soll er doch von seiner Firma einen Heimarbeitsplatz fordern. Die Trennung von Arbeiten und Leben ist sowieso etwas Unnatürliches!

Diogenes fürchtet aber, dass solche Umdeutungen den Mangel nicht kaschieren und schon gar nicht reparieren können. Die Anforderungen, die die Menschen an ihre Wohnsituation stellen, sind nicht so einfach zu manipulieren.

Mangel herrscht, wenn nicht jeder alles haben kann, was er möchte – also praktisch immer. Da kommt der Markt ins Spiel. Zum Beispiel sagt der Markt zu Diogenes: „In der Gegend, in der du deine letzte Kindheit verbracht hast (in einem entlegenen Teil Deutschlands, landschaftlich durchaus reizvoll), könntest du für den Preis deiner Frankfurter Eigentumswohnung eine Villa mit Garten, Schwimmbad und Doppelgarage bekommen und hättest noch etwas übrig. Und das Leben ist dort auch noch billiger. Denk mal drüber nach.“ Aber Diogenes lehnt dankend ab. Auch sonst lässt sich fast niemand anlocken. Mit der Folge, dass in jener Gegend viele Häuser leer stehen. In manchen Dörfern werden ungenutzte Häuser aufgekauft oder enteignet und dann abgerissen, damit der Ort nicht so verlassen aussieht.

In den gefragten Städten wird derweil schon der Platz knapp, um überhaupt zu bauen. Dann werden Häuser aufgestockt, oder es wird „nachverdichtet“. So mancher Frankfurter, der wenigstens nach hinten heraus noch den Blick auf etwas Grün hatte, schaut inzwischen auf die Wand eines Neubaublocks im Hinterhof – oder in das Fenster eines neuen Nachbarn gegenüber. Immobilienmakler müssen ihre Fotos nachbearbeiten, sodass sie Fensterblicke voller Sonne und Grün zeigen.

Das ist nur einer von vielen Abstrichen an Wohnqualität in der Stadt, die es in weniger gefragten Lagen nicht gibt. Vielleicht wird es ja irgendwann den Leuten in der Metropole endgültig zu eng und zu teuer, und eine massive Bewegung zurück aufs Land oder in die Kleinstadt setzt ein. Dann erwacht auch das ödeste Dorf in der entlegensten Gegend zu neuer Blüte, und die heute überquellenden Städte werden zu Geisterlandschaften.

Solche Umwälzungen hat es tatsächlich oft gegeben, aber bisher meist in der umgekehrten Richtung, vom Land in die Stadt. In China entvölkern sich die küstenfernen Regionen, während Shenzhen in drei Jahrzehnten vom Fischerdorf zur drittgrößten Stadt Chinas wurde. Als Reaktion auf die Landflucht wurden Mega-Wohnstädte gebaut, die nie bewohnt waren und die nichts darstellen als eine gigantische Fehlinvestition.

So etwas ist in Deutschland aber kaum zu befürchten; hier läuft doch alles etwas langsamer. Wenn jetzt die Bedingungen für den Wohnungsbau verbessert werden und mehr Wohnraum gebaut wird, wo er gebraucht wird, wird auch das langsam gehen. Ob es sich auf lange Sicht als Fehlinvestition herausstellt – wer weiß das schon? Der menschliche Planungshorizont ist eben beschränkt. Als Perikles die Akropolis erbauen ließ, hat er sicher nicht an dessen heutige Funktion als Kulturerbe und Touristenattraktion gedacht.

Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

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

Redaktionsschluss: 7. Dezember 2023

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthausen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2023 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Sonstige Research-Informationen sind unabhängige Kundeninformationen, die keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren können kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**

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 **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter

Nachhaltigkeitsfaktoren analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das 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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird,

sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

„**Pfeil nach oben** (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.
 „**Pfeil nach unten** (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.
 „**Pfeil nach rechts** (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume gehen 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
Aktienindizes (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten freigegeben. Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

Dieses Dokument darf im Ausland nur im Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, 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 Wertpapiernebenleistungsdienstleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden,

Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger 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.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die

Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.