



FRIEDRICH

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



Der Wind hat sich gedreht

Warum wir eine neue China-Strategie brauchen

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 den [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

Neuausrichtung!!!

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

in den letzten zwei Jahrzehnten, seit China der Welthandelsorganisation beigetreten ist, hat sich die Welt mächtig von der Volksrepublik abhängig gemacht. Inzwischen dominiert China den Welthandel wie kaum ein anderes Land und ist für viele Volkswirtschaften der mit Abstand wichtigste Handelspartner. Aber nicht nur die Welt ist abhängig von China, auch für China sind die Handelsbeziehungen mit dem Rest der Welt wesentlich für Wachstum, Wohlstand und Fortschritt.

So weit, so gut. Allerdings hat sich das Reich der Mitte seit Xi Jinpings Amtsantritt als Staatspräsident im Jahr 2013 verändert. Unter ihm ist das Land nicht nur nach innen repressiver geworden – Beispiele hierfür sind die Maßnahmen zum Ausbau staatlicher Überwachung und eine rigoros durchgezogene Null-Covid-Strategie. Auch außenpolitisch ist der Wandel offenkundig angesichts des international immer selbstbewussteren Auftretens. Inzwischen setzt Peking seine wirtschaftliche Macht ganz gezielt ein, nicht nur über das Projekt „Neue Seidenstraße“. Ernst zu nehmen ist auch Chinas Ziel, bis 2025 in den zehn wichtigsten Zukunftstechnologien global eine Führungsrolle einzunehmen und langfristig – bis 2049, zum 100-jährigen Jubiläum – zum mächtigsten Land der Welt aufgestiegen zu sein. Verschärft wird das Ganze durch das Risiko eines militärischen Vorgehens gegen Taiwan, sollte es zu keiner friedlichen „Wiedervereinigung“ kommen.

Damit ist China für den Rest der Welt in den letzten Jahren immer unsicherer geworden, auch geopolitisch. Dessen sind sich auch die internationalen Akteure bewusst, die nach Wegen suchen, Chinas Streben Einhalt zu gebieten – allen voran die USA. Brauchen also auch wir in Deutschland beziehungsweise in Europa einen anderen, neuen Umgang mit China? Dieser Frage gehen wir in der aktuellen Friedrich-Ausgabe nach und beleuchten die wirtschaftlichen Verflechtungen sowie die von den Vereinigten Staaten bereits eingeleiteten Maßnahmen, um sich selbst unabhängiger von China zu machen. Eindrücke aus erster Hand zur aktuellen Lage in China liefert Johannes Hack, Leiter des DZ BANK Standorts Hongkong und zugleich Präsident der Deutschen Handelskammer vor Ort, in unserem Experten-Interview.

Wir wünschen eine anregende Lektüre.

Ihr DZ BANK Research-Team

Inhalt

AUSGABE #2/2023



KAPITEL 1 Der Wind hat sich gedreht

Warum wir eine neue China-Strategie brauchen

Seite 6



KAPITEL 2 Verhängnisvolle Beziehung

Ein Überblick über die deutsch-chinesischen
Handelsverflechtungen

Seite 9



KAPITEL 3 Vorsichtig optimistisch

Aktien und Gold bieten noch Spielraum nach oben

Seite 13



KAPITEL 4 Über Umwege

Investments im DAX profitieren von China

Seite 16



KAPITEL 5 Im Guten wie im Schlechten

China ist für einige Branchen unverzichtbar

Seite 18



KAPITEL 6 Position stärken

Die China-Strategie der USA

Seite 22



KAPITEL 7 Mischpult

Seite 25

Neue China-Strategie
vs. Strategie Chinas –
zwei Perspektiven, eine
Meinung

KAPITEL 8
Experten-Interview

Mit Johannes Hack, Leiter des DZ BANK Standorts Hongkong
und Präsident der Deutschen Handelskammer vor Ort

Seite 29



KAPITEL 9
**Der Digitale Euro der EZB: Mehr Souveränität
für den Euroraum**
Chinesische Variante macht Druck

Seite 32



KAPITEL 10
Angespannt

Hintergründe des China-Taiwan-Konflikts

Seite 35



KAPITEL 11
“Und jedem Anfang wohnt ein Zauber inne”
Hoffnungen und Hürden beim Aufstieg des Renminbis

Seite 37



KAPITEL 12
Wahrhaft zwiespältig

China und der deutsche Mittelstand

Seite 40



KAPITEL 13
Glosse
Diogenes und der chinesische Schatten

Seite 44

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 46



Der Wind hat sich gedreht Warum wir eine neue China-Strategie brauchen

Monika Boven, Economist

Mit dem Krieg in der Ukraine hat die westliche Welt nicht nur ihr Bild von Russland neu justieren müssen. Auch China und die engen Wirtschaftsbeziehungen, die in den letzten Jahrzehnten mit der Volksrepublik aufgebaut wurden, werden inzwischen wesentlich kritischer gesehen. Das liegt vor allem am immer lauterem Säbelrasseln Pekings gegenüber Taiwan. Überdies ist Chinas internationales Auftreten schon seit Jahren problematisch.

China hat sich in den letzten zehn Jahren verändert und ist ein zunehmend schwieriger Partner geworden – „Partner, Wettbewerber und Systemrivale“, wie es die Europäische Union (EU) inzwischen formuliert. Dabei hat sich der Schwerpunkt dieser Einschätzung wohl immer mehr auf den Aspekt des „systemischen Rivalen“ verlagert. Es ist kein Zufall, dass dieser Wandel Chinas mit der bisherigen Amtszeit Xi Jinpings als Staatspräsident zusammenfällt, der sich das Amt inzwischen voraussichtlich auch auf Lebenszeit gesichert hat. China war nie ein demokratischer Rechtsstaat, aber unter Xi ist das Land nach innen noch repressiver geworden und pflegt inzwischen wieder einen autokratischen Führer-Kult.

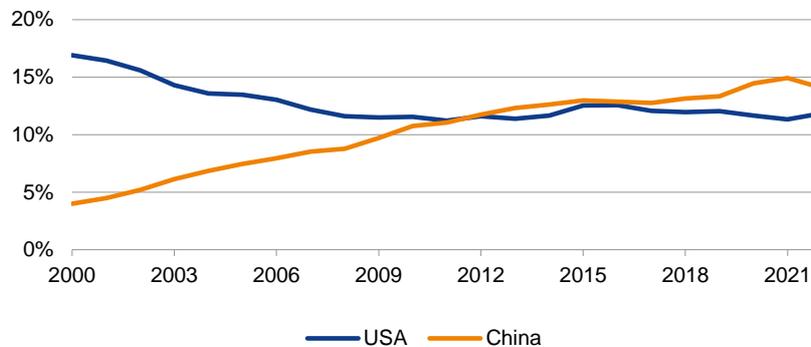
Keine Spur mehr von Zurückhaltung

Auf internationaler Bühne tritt China mittlerweile immer selbstbewusster auf, strebt nach Macht und Einfluss – wirtschaftlich wie politisch und militärisch. Die einstige außenwirtschaftliche Doktrin der Zurückhaltung und Nicht-Einmischung gehört der Vergangenheit an. Gern geriert sich das Land als Antipode zur US-amerikanischen Dominanz und trifft damit in vielen Schwellen- und Entwicklungsländern einen Nerv. Allerdings setzt die Volksrepublik ihre in den vergangenen zwei Jahrzehnten gewonnene wirtschaftliche Macht inzwischen ganz gezielt ein – enge Handelsverbindungen geraten zum Druckmittel.

Ernst zu nehmen ist vor allem Xi Jinpings langfristiges Ziel: Bis 2049, zum 100-jährigen Bestehen der Volksrepublik, soll China nicht nur zur Industrienation gereift, sondern auch zum mächtigsten Land der Welt aufgestiegen sein. Dazu zählt aus der Sicht Pekings auch, die „Wiedervereinigung“ mit Taiwan herbeizuführen, das die Kommunistische Partei Chinas

als untrennbaren Teil der Volkrepublik ansieht – gemäß dem „Ein-China“-Prinzip. Ein militärischer Konflikt mit und um Taiwan muss demnach sicherlich als gefährlichstes Risiko der kommenden Jahre im Zusammenhang mit China gesehen werden.

CHINA DOMINIERT DEN WELTHANDEL INZWISCHEN WIE KAUM EIN ANDERES LAND AUSSENHANDEL (EXPORTE + IMPORTE) IN % DES WELTHANDELS



Quellen: FERI, DZ BANK

Wirtschaftsbeziehungen als Machtinstrument

Es hat eine ganze Weile gedauert, bis die ganze Tragweite dieses Strategiewechsels in Peking die Hauptstädte der Industriestaaten aufgerüttelt hat. Dass beispielsweise Xis Vorzeigeprojekt, die bereits 2013 ins Leben gerufene „Neue Seidenstraße“, mehr ist als nur ein hochwillkommenes Infrastrukturprogramm für die ärmsten Teile der Welt. Nach und nach zeichnete sich ab, dass viele Länder, auch (östliche) EU-Staaten, die großzügigen Kredite aus Peking mit politischem Wohlwollen goutierten – Stimmen in UN-Gremien zum Beispiel oder Zustimmung zur fragwürdigen „Ein-China“-Politik. Manche gerieten sogar in eine Überschuldungsfalle und völlig in Abhängigkeit von China.

Ein anderes Beispiel ist „Made in China 2025“. Eigentlich zur Beschleunigung des technischen Fortschritts in der Volksrepublik gedacht, entpuppte sich die Industriestrategie mit der Zeit förmlich als Kampfansage an die Technologieführerschaft der Industrieländer. Mit dieser Strategie strebt China in zahlreichen Zukunftsindustrien eine Führungsrolle auf dem Weltmarkt an. Um dieses Ziel zu erreichen, bediente sich das Land zeitweise durchaus fragwürdiger Methoden, wie der gezielten, staatlich finanzierten Akquise ausländischer Hightech-Firmen – so auch im Fall der Übernahme des schwäbischen Industrieroboterherstellers KUKA. Vor allem die völlig intransparente Verquickung der chinesischen Wirtschaft mit dem autoritären Regime in Peking sorgt in westlichen Ländern inzwischen zunehmend für Argwohn gegenüber im Ausland agierenden chinesischen Unternehmen. Dabei sind die Bedenken längst nicht mehr nur rein ökonomischer Natur, sondern drehen sich mehr und mehr auch um die Gefahren von Spionage oder die Verletzbarkeit der kritischen Infrastruktur.

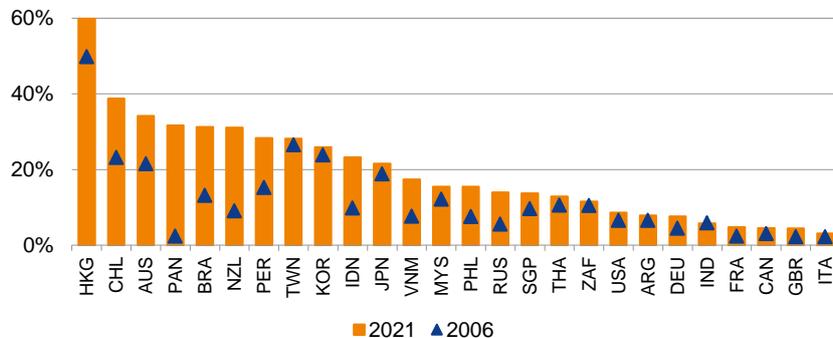
Dass China nicht davor zurückschreckt, Wirtschaftsbeziehungen als Machtmittel einzusetzen, hat sich in den vergangenen Jahren mehrfach gezeigt. Auf die Eröffnung einer Repräsentanz Taiwans in Litauen reagierte China mit dem Boykott litauischer Warenimporte – ökonomisch ein heftiger Schlag für das kleine EU-Land. Kurz zuvor hatte China schon gegenüber Australien Einfuhrbeschränkungen verhängt, weil die Regierung in Canberra die Ursprünge des Corona-Virus kritisch hinterfragt hatte – im Wissen, dass China der mit Abstand wichtigste Absatzmarkt für Australien ist. Und schon vor Jahren hatte China als Reaktion auf einen Territorialkonflikt im Südchinesischen Meer die Lieferung von Seltenen Erden nach Japan vorübergehend eingestellt.

Die Welt hat sich von China abhängig gemacht

Spätestens mit der Corona-Krise und den weltweit zerrissenen Lieferketten ist insbesondere den westlichen Industrieländern vor Augen geführt worden, in welcher empfindlichen wirtschaftlichen Abhängigkeit sie sich von China gebracht haben. Inzwischen dominiert das Reich der Mitte den Welthandel wie kaum ein anderes Land. Viele Volkswirtschaften setzen auf dem riesigen chinesischen Markt 20% und mehr ihrer Ausfuhren ab und beziehen von dort auch einen Großteil wichtiger Einfuhren. Hinsichtlich einiger Warengruppen deckt China mit seinen Produkten rund die Hälfte des weltweiten Bedarfs ab, vor allem im Bereich technischer Geräte wie Telefonausrüstungen und EDV-Geräte.

Bei der Produktion Seltener Erden, den Metallen, die für die Energiewende unverzichtbar sind, hatte China zu Zeiten des Konflikts mit Japan sogar eine globale Monopolstellung. Auch aktuell kommt noch mehr als die Hälfte aller Seltenen Erden aus China.

CHINA IST ALS ABSATZMARKT FÜR VIELE LÄNDER IMMER WICHTIGER GEWORDEN
 AUSFUHREN NACH CHINA ALS ANTEIL AN DEN GESAMTAUSFUHREN DES LANDES



Quellen: Welthandelsorganisation (WTO), DZ BANK

Wie fatal solche Abhängigkeiten sein können, hat dann aber erst der Überfall Russlands auf die Ukraine schmerzlich gezeigt. Eilends sucht die westliche Welt jetzt nach Wegen, wie sie die Abhängigkeiten von China reduzieren kann. „De-Risking“ heißt das neue Schlagwort: Die Wirtschaftsbeziehungen mit China müssen auf den Prüfstand, systemgefährdende Abhängigkeiten sollen durch Diversifizierung, also Verteilung auf mehrere Handelspartner, verringert werden. Gleichzeitig werden auch Chinas Abhängigkeiten von den Industrieländern genauer unter die Lupe genommen. Immerhin sind die EU und die Vereinigten Staaten die wichtigsten Absatzmärkte Chinas: 8% aller Arbeitsplätze in China hängen von der Nachfrage dieser beiden Handelspartner ab.

Risiko Taiwan: China muss für die westliche Welt sanktionierbar werden

Russlands Krieg gegen die Ukraine hat zudem gezeigt, wie unberechenbar autoritäre Regime agieren können. So wird auch Pekings Gebaren gegenüber Taiwan immer aggressiver. Das Risiko steigt, dass China militärisch gegen den Inselstaat vorgehen könnte, auch wenn wohl nicht in näherer Zukunft damit gerechnet werden muss. Vergleichsweise sicher verhindern ließe sich die militärische Aggression auf Dauer wahrscheinlich nur, wenn der Westen China glaubhaft massive Sanktionen androhen kann. In vielen Ländern stehen dem momentan aber noch zu hohe Abhängigkeiten von China im Weg. Es wird also dringend Zeit, dass die westliche Welt eine gemeinsame China-Strategie findet und diese möglichst schnell umsetzt.



Verhängnisvolle Beziehung Ein Überblick über die deutsch-chinesischen Handelsverflechtungen

Dr. Christoph Swonke, Economist

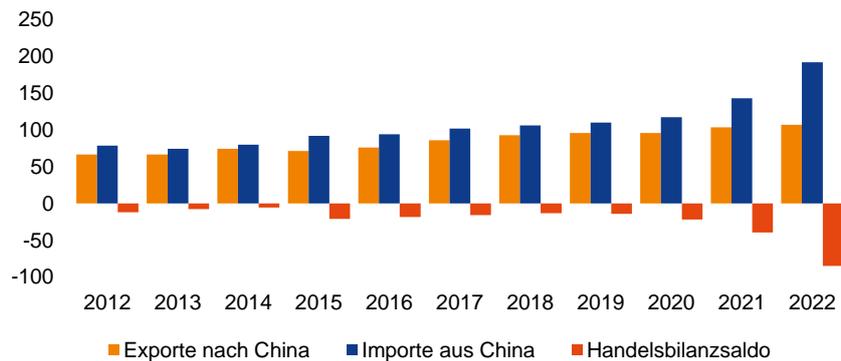
Im Laufe der Jahre haben Deutschland und China ihre wirtschaftlichen Beziehungen intensiviert und sind mit der vorangeschrittenen Globalisierung zu wichtigen Handelspartnern geworden. Allerdings haben sich in Teilbereichen Abhängigkeiten ergeben, deren Ausmaß kritisch hinterfragt werden muss. Nun ist es an der Politik und der Wirtschaft, den Rahmen neu zu stecken.

Chinas Volkswirtschaft wird über die deutschen Exporte mit Maschinen und Know-how versorgt. Zeitgleich dient das Reich der Mitte als bedeutender Absatzmarkt für weitere Güter und als Bezugsquelle für wichtige Rohstoffe oder günstige Vorleistungs- und Konsumprodukte sowie als Produktionsstandort zur Bedienung des chinesischen Marktes. Im Zuge der Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaftspolitik arbeitet Peking seit Jahren darauf hin, sich wirtschaftlich und technologisch unabhängiger vom Ausland zu machen. Somit müssen die bestehenden wirtschaftlichen Verflechtungen neu bewertet werden, zumal diese auch ein Risikopotenzial für die deutsche Wirtschaft darstellen.

Mehr Lieferant als Absatzmarkt

Aufgrund der Integration Chinas in die globalen Wertschöpfungsketten ist das gesamte Handelsvolumen zwischen Deutschland und China seit der Jahrtausendwende deutlich gestiegen. Dabei war der Warenaustausch in den vergangenen Jahren durchweg defizitär, das heißt, die Importe aus China übertrafen regelmäßig die Exporte nach China. Das bilaterale Defizit in den Handelsbeziehungen hat sich seit Beginn der Corona-Pandemie im Jahr 2020 weiter ausgeweitet. Im Jahr 2022 gingen Güter im Wert von knapp 107 Mrd. Euro und damit rund 6,8% aller deutschen Exporte nach China, während mit Waren im Wert von mehr als 192 Mrd. Euro fast 13% der deutschen Warenimporte aus China bezogen wurden. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt beliefen sich die Exporte nach China auf 2,7% und die Importe aus China auf rund 5%.

AUSSENHANDEL MIT CHINA STETIG GEWACHSEN – HANDELSBILANZDEFIZIT STEIGT IN MRD. EURO



Quellen: Destatis, Deutsche Bundesbank, DZ BANK

Maschinen und Automobilprodukte werden besonders intensiv gehandelt

Was die Warenkategorien der deutschen Exporte nach China betrifft, so waren Maschinen und Automobilprodukte die dominierenden Sektoren. Die in China sehr gefragte deutsche Ingenieurs- und Fertigungskompetenz führte zu einem beträchtlichen Export von Maschinen, einschließlich Industriemaschinen, elektrischen Geräten und Fahrzeugen. Insbesondere der Automobilsektor hat eine wichtige Rolle gespielt, da deutsche Automobilhersteller Luxusfahrzeuge und Automobilteile exportierten, um Chinas wachsende Nachfrage diesbezüglich zu befriedigen. Allerdings ist zu befürchten, dass mit einer stärkeren Hinwendung Chinas zur Förderung der E-Mobilität die Wachstumsmöglichkeiten der deutschen Automobilhersteller mit den klassischen Verbrennungsmotoren an Grenzen stoßen.

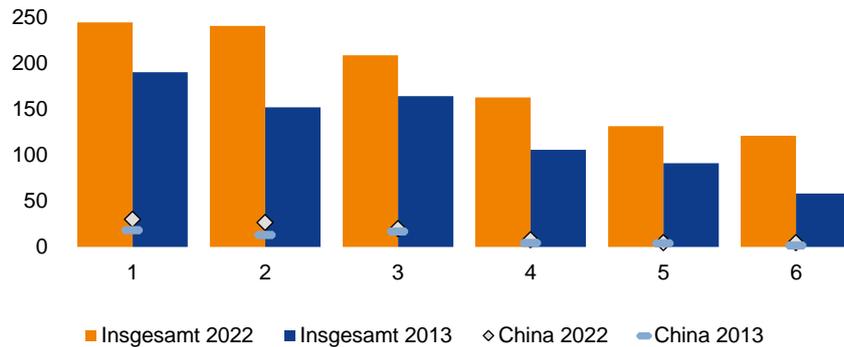
Auf der Importseite war China ursprünglich für seine kostengünstige Fertigung und die Produktion von Konsumgütern bekannt. Daher bestanden die deutschen Importe aus China hauptsächlich aus Elektronik, Textilien und Bekleidung. Als Chinas Fertigungskapazitäten und Spezialisierungen jedoch zunahm und sich diversifizierte, weiteten sich die deutschen Importe aus China auch vermehrt auf anspruchsvollere Produkte aus, wie elektrische Maschinen, Computerausrüstung und Telekommunikationsgeräte.

Handelsverflechtungen auf den ersten Blick unkritisch, aber ...

Mit einer Größenordnung zwischen 3% und 6% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bewegen sich die reinen Handelsverflechtungen Deutschlands mit China auf den ersten Blick auf einem nicht bedrohlichen Niveau. Im Detail zeigt sich jedoch, dass sich auf der Exportseite Schwerpunkte im Maschinenbau und im Kfz-Bereich ergeben. Und der Grad der Abhängigkeit erhöht sich noch einmal deutlich, wenn man die ausländischen Direktinvestitionen großer deutscher Unternehmen – gerade die der deutschen Autobauer – mit in die Betrachtung einbezieht: Denn diese erwirtschaften über die Produktion vor Ort für den chinesischen Markt inzwischen einen nicht unbeträchtlichen Teil ihres Konzernumsatzes direkt in China. Ein wichtiger Aspekt für deutsche Unternehmen ist in diesem Zusammenhang immer wieder der Schutz des geistigen Eigentums vor Plagiaten aus China.

Importseitig bezieht Deutschland mittlerweile rund ein Drittel aus dem Bereich der Datenverarbeitungsgeräte, elektronischen und optischen Erzeugnissen sowie elektronischen Ausrüstungen aus China. Dazu importiert Deutschland einen erheblichen Anteil wichtiger Produkte für die Energiewende aus China wie Elektromotoren, Windturbinen oder Photovoltaik-Anlagen. Ebenfalls dynamisch entwickelten sich die Importe in den Segmenten Chemie und Pharmaka. Denn China ist ein bedeutender Produzent von pharmazeutischen und chemischen Vorprodukten sowie medizinischen Generika. Damit ist die gegenseitige Abhängigkeit in diesem Sektor für beide Länder von entscheidender Bedeutung, sodass sich jede Unterbrechung oder Änderung der Vorschriften auf die Lieferketten und den Marktzugang auswirken könnte.

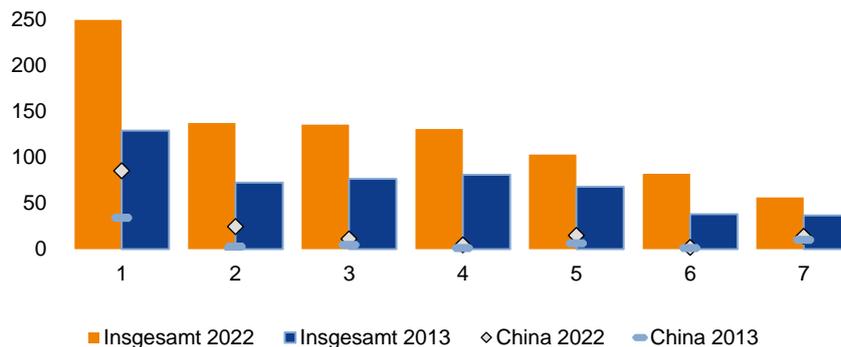
MASCHINEN UND AUTOS DOMINIEREN DIE DEUTSCHEN EXPORTE NACH CHINA WARENAUSFUHR, IN MRD. EURO



Quellen: Destatis, Deutsche Bundesbank, DZ BANK

Erläuterung: 1: Maschinen; 2: Kraftwagen und Kraftwagenteile; 3: Datenverarbeitungsgeräte, elektronische und optische Erzeugnisse sowie elektronische Ausrüstungen; 4: Metalle und Metallerzeugnisse; 5: Chemische Erzeugnisse; 6: Pharmazeutische Erzeugnisse

ELEKTRONIK, CHEMIE UND METALLE IMPORTIERT DEUTSCHLAND VERMEHRT AUS CHINA WARENEINFUHR, IN MRD. EURO



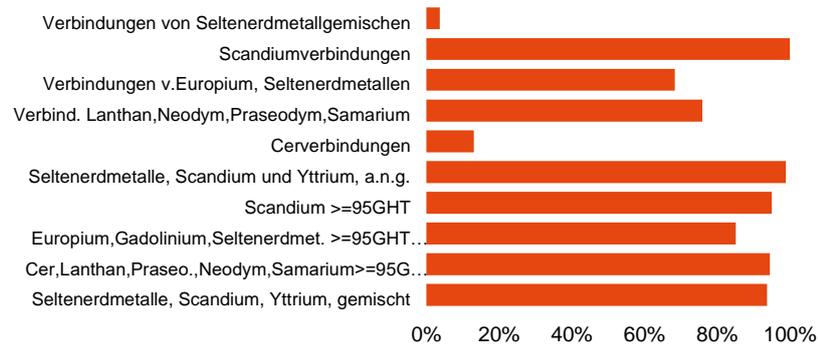
Quellen: Destatis, Deutsche Bundesbank, DZ BANK

Erläuterung: 1: Datenverarbeitungsgeräte, elektronische und optische Erzeugnisse sowie elektronische Ausrüstungen; 2: Chemische Erzeugnisse; 3: Metalle und Metallerzeugnisse; 4: Kraftwagen und Kraftwagenteile; 5: Maschinen; 6: Pharmazeutische Erzeugnisse; 7: Bekleidung und Textilien

Eine Bezugsquelle mit Monopolcharakter

Ein Rohstoff, der in der Herstellung vieler Hochtechnologieprodukte wie Akkus, Halbleiter oder Magnete für Elektromotoren eine zentrale Rolle spielt, sind die Seltenen Erden. Hier ist China der weltweit größte Produzent, auf den über 80% der globalen Produktion entfallen. Im vergangenen Jahr importierte Deutschland 5.700 Tonnen an verschiedenen Seltenen Erden im Wert von insgesamt 53,6 Mio. Euro. Mehr als 67% davon wurden aus China geliefert. Bei einigen Metallen der Seltenen Erden liegt der Lieferanteil Chinas sogar weit höher. Damit ist Deutschland bei der Versorgung mit Seltenen Erden und ähnlichen Metallen hochgradig von China abhängig.

CHINA IST BEI DEN MEISTEN DER SELTENEN ERDEN UNANGEFOCHTENER HAUPTLIEFERANT
ANTEIL CHINAS AN DEN DEUTSCHEN IMPORTEN VON SELTENEN ERDEN IN 2022 (IN %)



Quellen: Destatis, DZ BANK

Politik und Wirtschaft auf der Suche nach Lösungen

Wie also soll man zukünftig mit der wirtschaftlichen Abhängigkeit umgehen? Eine rasche Abkopplung der deutschen Wirtschaft von China kann aufgrund gewachsener Wertschöpfungsketten nicht das Ziel sein. Denn dies kann zu empfindlichen Wertschöpfungsverlusten in Teilbereichen der Wirtschaft führen, wie die pandemiebedingt gestörten Lieferketten in den letzten Jahren gezeigt haben. Angesichts des selbstbewussteren Auftretens Chinas muss man jedoch den Tatsachen ins Auge blicken: Eine aktive chinesische Unterstützung Russlands oder ein Konflikt um Taiwan hätte sicherlich Sanktionen mit einschneidenden Konsequenzen auch für die deutsche Volkswirtschaft zur Folge. Es gilt also, das Risiko zu reduzieren. Die EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen spricht mit Bezug auf China daher auch von einem „De-Risking“ statt eines „Decoupling“ – einer Risikoreduzierung statt einer Entkopplung.

Und hier sind sowohl die Politik als auch die Wirtschaft gefragt. Aufseiten der Politik gilt es, mittels bestehender oder neuer Handelsabkommen neue Märkte zu erschließen und bereits existierende Handelsbeziehungen zu intensivieren. Ziel muss es sein, die Handelsaktivitäten auf eine breitere Basis zu stellen. Gleichzeitig muss der europäische Binnenmarkt weiter ausgebaut werden. Denn durch die Förderung von Handel und Investitionen innerhalb Europas können externe Abhängigkeiten reduziert werden. Vor allem Zukunftstechnologien (Stichwort: Energiewende) müssten unterstützt werden – durch gezielte Investitionen, die Förderung von Innovationen und die Schaffung eines günstigen Geschäftsumfelds.

Vorsichtige Ansätze auf europäischer Ebene gibt es bereits. So hat die EU beispielsweise erste Initiativen zur Sicherung des Zugangs zu alternativen Quellen ergriffen, um die Abhängigkeit von den chinesischen Lieferungen Seltener Erden zu verringern. Die Erschließung solcher Quellen und der Aufbau einer wettbewerbsfähigen Lieferkette ist allerdings ein komplexer und zeitaufwendiger Prozess.

Parallel dazu sind die Unternehmen gefordert, ihre Bezugs- und Absatzkanäle kritisch zu durchleuchten. So zum Beispiel auf die Frage hin, ob China zwingend der Absatzmarkt der Zukunft ist oder ob es nicht doch alternative Anbieter wichtiger Vorprodukte gibt.



Vorsichtig optimistisch Aktien und Gold bieten noch Spielraum nach oben

Christoph Müller, Analyst

Trotz geldpolitischer Unwägbarkeiten markierte der DAX im Mai ein neues Rekordhoch. Jenseits des Atlantiks ließ zuletzt die US-Technologiebörse aufhorchen. Solange die aktuell kritischen Punkte nicht geklärt sind, bleibt der Aktienmarktausblick verhalten optimistisch, wobei die Anlegersorgen in Erwartung einer milden US-Rezession gedämpft werden. Indes verharrt Gold auf erhöhtem Niveau.

Die internationalen Konzernlenker haben überwiegend gut durch ein weiterhin herausforderndes Umfeld navigiert. So verlief denn auch die Berichtssaison zum ersten Quartal 2023 wie in den vorangegangenen Dreimonatszeiträumen weitgehend erfreulich. Im Mittelpunkt standen die Informationen über die Nachhaltigkeit des Aufschwungs in China sowie der Ausblick für die US-Wirtschaft. Die relevanten Branchen konnten jedoch bisher solide und im Schnitt besser als erwartete Zahlen liefern. Für zyklische europäische Branchen und US-Tech-Titel sind die Jahresausblicke positiv.

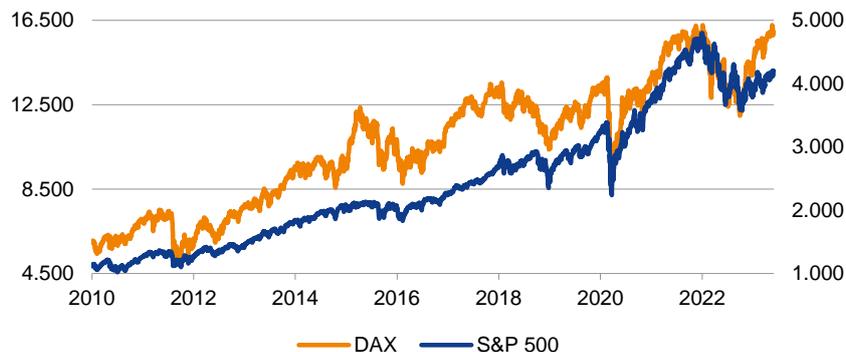
Aktienboom bei gleichzeitiger Rezession?

Die deutsche Wirtschaft ist im ersten Quartal 2023 in eine technische Rezession gerutscht und die Frühindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex weisen auf eine auch in den nächsten Monaten eher schleppend und schwach verlaufende konjunkturelle Entwicklung hin. Demgegenüber sind die Gewinnerwartungen für den DAX seit Jahresbeginn um 10% gestiegen. Dies mag auf den ersten Blick überraschen. Allerdings muss an dieser Stelle klar unterschieden werden zwischen einem negativen realen Wirtschaftswachstum im deutschen Inland und den nominalen Gewinnen der international – und auch in bestimmten Segmenten – agierenden DAX-Konzerne. Es sind die Endmärkte und Kundensegmente, die den Unterschied ausmachen.

Sowohl China als auch die USA gehören zu den Hauptabsatzmärkten der DAX-Unternehmen. China verzeichnete nach dem Ende der strengen Null-Covid-Politik im ersten Quartal 2023 ein hohes konsumgetriebenes Wirtschaftswachstum. Auch in den USA fiel das BIP-Wachstum aufgrund eines starken Arbeitsmarktes robust aus – allen Rezessionsorgen zum Trotz. So erwarten wir für 2023 in China ein reales Wirtschaftswachstum von 5,5%, in den USA ein moderates Plus von 0,8%. Zwar zeigen die Wirtschaftsindikatoren für das verarbeitende Gewerbe in diesen Regionen eher in Richtung Konjunkturabkühlung. Dennoch bestätigen europäische Hersteller von Automobilen, Luxusgütern und Sportartikeln

derzeit eine gesunde Erholung der chinesischen Umsätze, auch wenn der starke Aufschwung aus dem ersten Quartal nicht über das gesamte Jahr fortführbar erscheint. Wichtig ist jedoch, dass die Konzerne ihren positiven Ausblick für die weitere Erholung des chinesischen Konsumverhaltens beibehalten, und genau das treibt die Gewinnerwartungen. Außerdem profitieren Banken von einem weiterhin hohen Zinsniveau. Unsere Jahresendziele für den DAX und den Euro Stoxx 50 lassen zwar nicht mehr viel Luft nach oben, den genannten Branchen trauen wir aber noch Potenzial zu.

AKTIENMÄRKTE: LANGFRISTIG INTAKTE AUFWÄRTSTRENDS
LS: DAX; RS: S&P 500; JEW. IN PUNKTEN



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

US-Rezession eine Erlösung für die Aktienmärkte?

Eine drohende US-Rezession ist unter Ökonomen schon länger ausgemacht, auch wenn diese als immer milder prognostiziert wird und ihr Eintrittszeitpunkt immer weiter in die Zukunft verschoben wird. Egal wie spät und wie mild, sie stellt eine permanente Unsicherheit für die überregionalen Aktienmärkte dar. Schließlich hängen US-Konzerne stark von ihrem Binnenmarkt ab, der gleichzeitig einen Hauptabsatzmarkt für die europäischen beziehungsweise die deutschen Exportweltmeister darstellt. Anstatt des Schreckens ohne Ende wäre der Eintritt einer US-Rezession wohl ein Ende mit einem – hinsichtlich des robusten Arbeitsmarkts – milden Schrecken. Einbußen bei der Wirtschaftsleistung würden zwar auch an den großen Aktiengesellschaften nicht spurlos vorübergehen, jedoch hätten Anleger endlich die Möglichkeit, unbeeindruckt nach vorn zu blicken und sich neu zu orientieren. Ein neuer Aufschwung könnte abdiskontiert beziehungsweise eingepreist werden, sodass die Kurse wieder steigen, insbesondere in den USA. In diesem Umfeld würden Zinserwartungen weiter sinken, was den US-Tech-Sektor und defensive Aktien zusätzlich unterstützen sollte.

DZ BANK Index-Prognosen

	Index	31.12.2023	30.06.2024
Europa	Euro Stoxx 50	16.500	16.500
Deutschland	DAX	4.500	4.500
USA	S&P 500	4.300	4.400

Quelle: DZ BANK

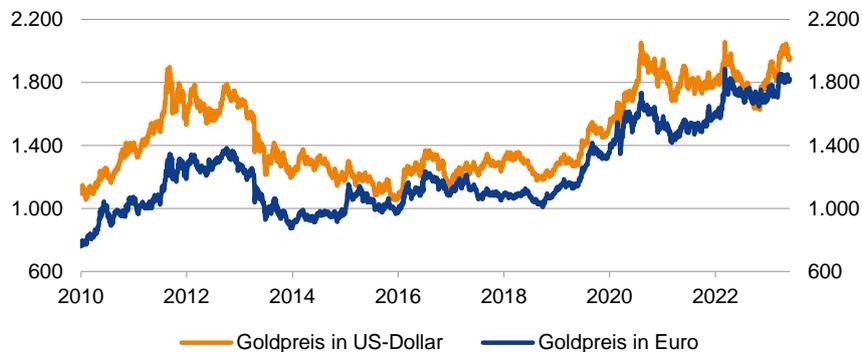
Gold hält sich auf erhöhtem Niveau

Merklich nachgelassen haben die Spannungen an den internationalen Finanzmärkten, die durch die Insolvenz dreier US-Banken und die Schwierigkeiten bei der Credit Suisse ausgelöst wurden. Zudem ist der US-Schuldenstreit durch einen Kompromiss zwischen Demokraten und Republikanern – mal wieder – beendet. Die Suche nach einem sicheren Hafen steht bei den Investoren folglich nicht mehr ganz oben auf der Prioritätenliste.

Nachgelassen hat der Rückenwind für den Goldpreis zuletzt auch vonseiten der US-Leitzinserwartungen. Wurden am US-Geldmarkt vor wenigen Wochen noch deutliche Zinssenkungen für die zweite Jahreshälfte 2023 eingepreist, ist hiervon mittlerweile nicht mehr viel übriggeblieben. Folglich präsentiert sich der Goldpreis im Rückwärtsgang und bewegt sich derzeit mit rund 1.950 US-Dollar auf dem niedrigsten Stand seit Mitte März. Mit einer grundsätzlichen Änderung dieser Rahmenbedingungen rechnen wir vorerst nicht. Vielmehr dürfte beispielsweise die US-Notenbank frühestens

gegen Anfang 2024 eine erste Leitzinssenkung vollziehen. Zu hoch ist und bleibt der zugrunde liegende Preisdruck in den USA. Mit Blick auf die nächsten Monate dürfte sich der Goldpreis an der Marke von 1.900 US-Dollar orientieren.

GOLD: DAS GELBE EDELMETALL VERMAG AUCH WEITERHIN ZU GLÄNZEN
LS: GOLDPREIS IN USD; RS: GOLDPREIS IN EUR; JEWEILS JE FEINUNZE



Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Längerfristig sollte der US-Dollar zur Schwäche neigen. Damit ist der Weg frei für die unseres Erachtens zurückkommenden ETF-Anleger. Nachfrageseitig könnte zudem der Schmuckkonsum in China wegen der dortigen Abschaffung der Anti-Corona-Maßnahmen positiv überraschen. Vor diesem Hintergrund trauen wir dem Goldpreis auf Jahressicht Aufwärtspotenzial bis in den Bereich um 2.000 US-Dollar zu.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	31.12.2023	30.06.2024
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	1.900	2.000
Goldpreis in Euro je Feinunze	1.695	1.740

Quelle: DZ BANK

Noch Potenzial vorhanden

Der Ausblick für die Aktienmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks bleibt mittelfristig verhalten optimistisch, solange die kritischen Punkte „China-Aufschwung, (US-)Zinspolitik und Bankenkrise“ nicht final geklärt sind. Gold dürfte auf Jahressicht in einer Spanne zwischen 1.900 US-Dollar und 2.000 US-Dollar je Feinunze oszillieren.



Über Umwege Investments im DAX profitieren von China

Sven Streibel, Analyst

Die engen wirtschaftlichen Verflechtungen Deutschlands mit China beeinflussen auch den deutschen Aktienmarkt. Für viele Unternehmen im deutschen Leitindex DAX ist das Reich der Mitte einer der Hauptabsatzmärkte. Somit stellt eine Investition in den DAX auch eine indirekte Investition in Chinas Wirtschaftsentwicklung dar – mit weniger unangenehmen Nebenwirkungen.

Der DAX ist seit Jahresbeginn um knapp 15% gestiegen, und das aus gutem Grund. Denn obwohl die globalen Konjunkturaussichten weiterhin angespannt sind, hat der deutsche Leitindex vor allem von einer positiven Entwicklung profitiert: Im Dezember 2022 beendete China seine strenge Null-Covid-Politik im Kampf gegen die Corona-Pandemie. Seitdem hat der DAX über 20% zugelegt. Das ist nicht verwunderlich, zumal der Index prall gefüllt ist mit internationalen Exportweltmeistern, die abhängig vom Weltmarkt sind. Und ganz vorn dabei ist der wichtige Handelspartner China.

Hohe wirtschaftliche Abhängigkeit von China

Bereits im Jahr 2021 gingen über 8% aller deutschen Exporte nach China, während sogar 10% der gesamten deutschen Importe, zum Beispiel industrielle Vorprodukte, aus China kamen. Die ökonomische Abhängigkeit der deutschen Großunternehmen im DAX von China ist daher enorm. So werden mehr als ein Drittel aller deutschen Autos in China verkauft. Auch der im DAX hochgewichtete Industriesektor verbucht in China einen Umsatzanteil im unteren zweistelligen Prozentbereich, die großen Chemieunternehmen sogar im mittleren zweistelligen Prozentbereich. Knapp 50% des Vorzeigeindex entfallen auf die Branchen Industrie, Chemie und Automobile, sodass allein deren China-Geschäft schon 10% zu den Gesamtumsätzen aller DAX-Unternehmen beiträgt. Hierbei wird vor allem eines deutlich: Wenn die chinesische Nachfrage atmet, wirkt sich dies umgehend und spürbar auf die Umsätze und Erträge der DAX-Unternehmen aus. Mit dem in diesem Jahr bereits realisierten Aufschwung Chinas wurden auch die Gewinnerwartungen dieser Unternehmen nebst der Kursziele hochrevidiert. Diesen ökonomischen Zusammenhang zwischen Endkundenmarkt und Unternehmensgewinnen kalkulieren Aktienanalysten gezielt mit ein.

Chinesische Corona-Politik hat deutschen Aktienmarkt bewegt

Chinas strenge Corona-Bekämpfungsmaßnahmen – mit Lockdowns über ganze Landstriche hinweg – hielt chinesische Verbraucher davon ab, die Waren der DAX-Konzerne zu konsumieren, und chinesische Firmen konnten weder investieren noch die wichtigen Vorprodukte für europäische beziehungsweise deutsche Unternehmen herstellen. Die Handelsumsätze mit den DAX-Unternehmen, und daher auch deren Erträge, wurden mit enormer Unsicherheit belastet und darunter litten die DAX-Kurse. Seit im Dezember 2022 diese strengen Maßnahmen in China aufgehoben wurden, konnte sich der DAX entsprechend erholen.

Volles China-Investment, aber weniger Nebenwirkungen

In der Tat laden die bisherigen Ausführungen dazu ein, mithilfe eines DAX-Investments an der Entwicklung, genauer gesagt dem Aufschwung der chinesischen Wirtschaft zu partizipieren. Allerdings könnte man an dieser Stelle einwenden, dass eine Investition in Chinas Wirtschaft doch eher über die chinesischen Unternehmen vor Ort beziehungsweise dem chinesischen Aktienmarkt erfolgen sollte anstatt über den Umweg der deutschen Handelspartner. Das ist zum Teil auch richtig, zumal der chinesische Aktienmarkt in Form des MSCI-China-Index seit November 2022 in Euro sogar über 23% gestiegen ist.

Es ist aber eben nur eine Seite der Medaille. Denn ein Direktinvestment in den chinesischen Aktienmarkt beinhaltet auch, dass Anleger unmittelbar allen unberechenbaren innenpolitischen Risiken Chinas ausgesetzt sind, wie beispielsweise der Regulierung von chinesischen Technologieunternehmen oder generell von großen Aktiengesellschaften. Dies bedingt auch eine höhere Schwankungsbreite der chinesischen Aktienkurse und damit auch ein enormes Potenzial für Kursrücksetzer. Genau das sollten Investoren im Blick haben – neben den bekannten geopolitischen Risiken wie dem langjährigen Handels- und Technologiekonflikt mit den USA und den Auseinandersetzungen mit Taiwan. Außerdem birgt ein solches Investment auch immer ein Währungsrisiko für Euro-Anleger. Wechselkursänderungen des chinesischen Renminbis gegenüber dem Euro können die Gesamterträge merklich beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist es empfehlenswert, Investments in den Aufschwung der chinesischen Wirtschaft indirekt über andere Aktienmärkte zu tätigen, die stark von China profitieren, aber weniger von Themen wie der Regulierung in China betroffen sind.

Gewisser Gleichlauf, aber mehr Schwankungen

An der nachfolgenden Grafik lässt sich recht gut ablesen, dass der chinesische Aktienmarkt (hier als MSCI China-Index dargestellt, in Euro umgerechnet) und der DAX einen gewissen Gleichlauf haben. Allerdings fällt auf, dass chinesische Aktien doch insgesamt stärker schwanken. Zurückzuführen ist die Divergenz der beiden Märkte seit Mitte 2021 auf die strenge Corona-Politik in China und deren harte Regulierung einheimischer Aktiengesellschaften, was sich auf den Heimatmarkt sehr viel stärker auswirkte. Während sich die entwickelten westlichen Industrienationen, unter anderem Deutschland, mithilfe einer effizienteren Pandemiebekämpfung in Form von Impfungen schneller erholen konnten, litt die chinesische Wirtschaft sehr unter den Lockdowns und daher auch deren Aktien. Nach dem Ende der strengen Corona-Maßnahmen konnte die chinesische Wirtschaft im ersten Quartal 2023 überraschend stark um 2,2% wachsen. Dies schlägt sich auch in den Ergebnissen der chinaexponierten DAX-Unternehmen nieder.

DER DEUTSCHE UND DER CHINESISCHE AKTIENMARKT SIND ENG VERBUNDEN
INDEXKURSE NORMALISIERT, STARTWERT = 100





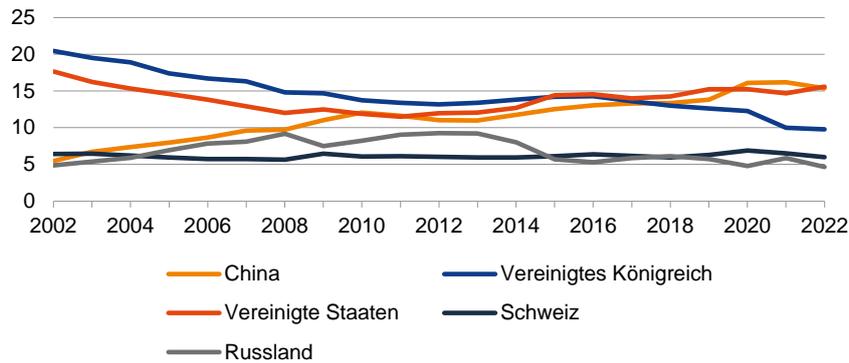
Im Guten wie im Schlechten China ist für einige Branchen unverzichtbar

Katharina Schmenger, Armin Kremser und Michael Punzet, Analysten

Die hohe Abhängigkeit von China wird auch in den Kennzahlen europäischer Unternehmen deutlich, deren Umsatz durch die Corona-Beschränkungen beeinträchtigt war. Einige dieser Unternehmen zeigten bereits im Auftaktquartal 2023 Erholungseffekte nach dem Ende der Null-Covid-Politik. Wir betrachten die Situation dreier Branchen, deren Unternehmen in besonders hohem Maße auf das Reich der Mitte angewiesen sind.

Im Jahr 2022 wurden rund 15% des gesamten EU-Warenverkehrs (Importe plus Exporte) zwischen China und der EU gehandelt. Das Außenhandelsvolumen zu China hat in den vergangenen Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Damit wird die EU zunehmend abhängiger von China. Das Reich der Mitte ist ein wichtiger Lieferant für Rohstoffe und ein bedeutender Investitionsstandort für viele europäische Unternehmen. Insbesondere die Automobil-, die Halbleiter- und die Luxusgüterbranche sind auf chinesische Kunden angewiesen. Vor dem Hintergrund der Lockerungen in China und dem Ende der Null-Covid-Politik wird in erster Linie für diese Branchen ein Aufschwung erwartet.

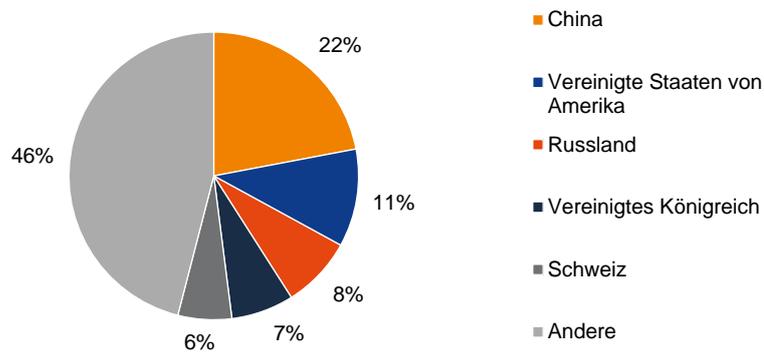
CHINA UND USA BEIM AUSSENHANDELSVOLUMEN DER EU KOPF AN KOPF
 ANTEILE AM AUSSENHANDELSVOLUMEN MIT STAATEN AUSSERHALB DER EU (IN %)



Quellen: Eurostat, DZ BANK

Im Jahr 2021 wurde fast ein Viertel aller Importe der EU aus China bezogen, gefolgt von den Vereinigten Staaten von Amerika mit 11%. Dagegen waren die Vereinigten Staaten beim Export für die EU das wichtigste Abnehmerland (18%). China lag auf dem dritten Platz mit einem Anteil von 10%.

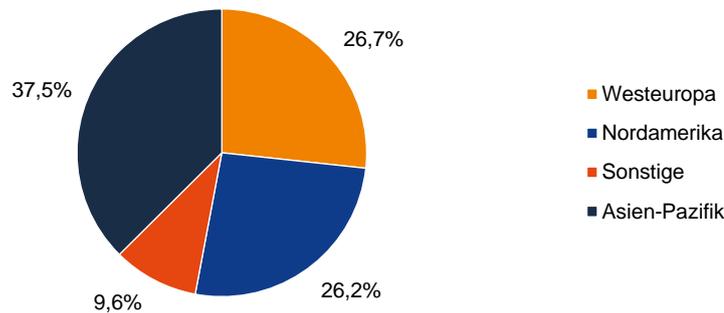
IMPORTANTEILE DER EU IM WARENHANDEL



Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

Für den Luxusgütermarkt ist und bleibt China eine tragende Säule

China ist der einzige größere Luxusgütermarkt, der seit Jahren starkes Wachstum verzeichnet. Der Anteil Chinas am globalen Luxusgüterumsatz hat sich zwischen 2019 und 2021 nahezu verdoppelt – von rund 8% auf etwa 16%. Zu dieser Entwicklung hat nicht zuletzt auch die Corona-Pandemie beigetragen. Denn durch die damit verbundenen Beschränkungen hatten die Chinesen keinerlei Möglichkeit, ins Ausland zu verreisen, wo Luxusartikel günstiger sind und die Auswahl größer ist. Dementsprechend haben die Chinesen verstärkt im eigenen Land eingekauft. Laut einer Studie der Bostoner Unternehmensberatung Bain & Company verdoppelte sich der Umsatz mit Luxusgütern in China zwischen den Jahren 2019 und 2021 auf rund 68 Mrd. US-Dollar. Zwar verringerte sich mit der Null-Covid-Politik der Umsatz im Jahr 2022 um rund 10%, allerdings erwartet Bain & Company, dass der Anteil Chinas am globalen Luxusgüterumsatz im Jahr 2030 bis zu 40% ausmachen könnte. Begründet wird diese Prognose unter anderem mit den aufgehobenen chinesischen Reisebeschränkungen. Profitieren sollte der dortige Luxusgütermarkt außerdem von der höheren Sparquote chinesischer Konsumenten.

GLOBALER LUXUSGÜTERMARKT IM JAHR 2022

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Zum überwiegenden Teil haben die großen Luxusgüterunternehmen ihren Sitz in Europa. Der Anteil des in Asien erwirtschafteten Umsatzes ist bei den Unternehmen in diesem Sektor überdurchschnittlich hoch. So erzielte der französische Luxusgüterkonzern Hermès im Geschäftsjahr 2022 fast die Hälfte seiner Erlöse in Asien (ohne Japan). Der französische Konkurrent LVMH generierte immerhin stolze 30% seiner Umsätze in dieser Region. Beide Konzerne verzeichneten im ersten Quartal des Geschäftsjahres eine anziehende Nachfrage aus dem asiatischen Raum, was auf die Wiedereröffnung Chinas zurückzuführen ist.

Halbleiter-Ausrüster profitieren ebenfalls vom Ende der Null-Covid-Politik

Auch deutsche Halbleiter-Ausrüster profitieren von der Abkehr der Null-Covid-Politik in China. Die verbesserte Situation dürfte sich in erster Linie auf die sich nun allmählich stabilisierenden Lieferketten beziehen. Denn durch den Wegfall der strengen Maßnahmen können viele kleinere Zulieferer nun wieder zum Regelbetrieb übergehen und somit für eine Entlastung bei Engpässen sorgen.

Laut dem Branchenverband SEMI (Semiconductor Equipment and Materials International) wies der Markt für Maschinen und Anlagen zur Chipherstellung im Jahr 2022 weltweit ein Volumen von geschätzt 108,5 Mrd. US-Dollar auf, was seit 2018 einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 15% entspricht. Nach einem erheblichen Zuwachs im Jahr 2021 (plus 44%) und einem flacheren Wachstum im Jahr 2022 (plus 5,9%) dürfte sich dieser Markt 2023 in seiner Gesamtheit auf rund 91 Mrd. US-Dollar rückläufig entwickeln. Als Folge sinkender Nachfrage nach Konsumelektronik ist hier in erster Linie die Nachfrage nach Anlagen zur Produktion von Speicherelementen betroffen. Andere Teilsegmente wiederum werden mit hoher Wahrscheinlichkeit auch 2023 gegen den Gesamtmarktrend weiterwachsen – so zum Beispiel der Bereich Leistungselektronik, der vor allem bei der Elektromobilität, dem Mobilfunkstandard 5G und den erneuerbaren Energien eine Rolle spielt.

Hinsichtlich der weltweiten Investitionen dürfte der Löwenanteil weiterhin auf Asien entfallen, und zwar auf Taiwan, Südkorea und China – genau in dieser Reihenfolge. Und das trotz der milliardenschweren Halbleiter-Subventionsprogramme durch die USA („CHIPS and Science Act“) und die EU („European Chips Act“). Im Reich der Mitte sollen 2023 umgerechnet etwa 16 Mrd. US-Dollar in Anlagen zur Chipherstellung investiert werden. Dabei sind die US-Sanktionen bereits berücksichtigt, die den Export von Produktionstechnologie für Hochleistungschips stark einschränken. Offiziell verfolgt man diese Linie zur Verhinderung einer militärischen Zweckentfremdung der Maschinen.

Auch den deutschen Halbleiter-Zulieferern kommt das Ende der Null-Covid-Politik entgegen. So zum Beispiel dem deutschen Hightech-Anlagenbauer Aixtron, der in erster Linie Maschinen für die Herstellung von auf Verbindungshalbleitern basierenden Bauelementen produziert. Das im MDAX notierte Unternehmen wies 2022 einen Umsatzanteil Chinas von knapp einem Drittel aus, weitere 16,7% entfielen auf Taiwan und 8,8% auf Südkorea (Asien gesamt damit 68%). Einen ähnlich hohen Umsatzanteil in Asien von rund 67% für 2022 wies die im SDAX gelistete SÜSS MicroTec SE aus. Im Rahmen der Geschäftstätigkeit als Spezialmaschinenbauer konzentriert sich Süss auf bestimmte Prozesse in der Halbleiterfertigung und ist beispielsweise bei Anlagen zur Reinigung von Fotomasken weltweit führend. Daneben bietet Süss Belacker, Wafer Bonder, Projektionsscanner und Lithografiesysteme an.

Auch für die deutsche Autoindustrie bleibt China eine der wichtigsten Absatzregionen

Im Jahr 2022 setzten die drei deutschen Hersteller – BMW, Mercedes und Volkswagen – mehr als ein Drittel ihrer Fahrzeuge in China ab. Hierbei liegt der Anteil auf Konzernebene zwischen 32,5% bei BMW und 38,5% beim Volkswagen-Konzern. Durch den Ausbau der lokalen Produktionskapazitäten wird mittlerweile der Großteil der in China verkauften Fahrzeuge vor Ort produziert. Aufgrund verschiedener Bilanzierungsarten wirken sich die entsprechenden Aktivitäten jedoch unterschiedlich auf die Ergebnisentwicklung der Konzerne aus. Entsprechend sollte dies bei einem Kennzahlenvergleich der drei deutschen Automobilkonzerne berücksichtigt werden. So ist das chinesische Gemeinschaftsunternehmen von BMW, BMW Brilliance Automotive (BBA), nach der Mehrheitsübernahme 2022 vollständig in dem Zahlenwerk von BMW konsolidiert. Hingegen verbuchen die Mercedes-Benz Group und der VW-Konzern die anteiligen Nettoergebnisse ihrer chinesischen Gemeinschaftsunternehmer „at equity“ in ihrer Gewinn- und Verlustrechnung. Während Mercedes diesen Ergebnisbeitrag im operativen Geschäft (EBIT) verbucht, steckt dieser bei VW im Finanz- und somit nicht im operativen Ergebnis.

Nach einem schwachen Jahresstart – im ersten Quartal 2023 sanken die Absatzzahlen auf dem chinesischen Markt im Vergleich zum Vorjahr um rund 7% – stiegen diese im April 2023 um mehr als 80% an. Auch für die deutschen Automobil-Zulieferer gewinnt der chinesische Markt an Bedeutung: Wurden in der Vergangenheit hauptsächlich die von deutschen Herstellern in China produzierten Fahrzeuge beliefert, zählen mittlerweile immer mehr lokale Hersteller zu den Kunden der deutschen Zulieferer. Deren Anteil am China-Umsatz beziffert der Zulieferer ZF mit rund 40%. Während deutsche Hersteller meist eher einzelne Komponenten nachfragen, nehmen die „neuen“ chinesischen Hersteller wie NIO, Zeekr und Hiphi – allesamt aus dem E-Fahrzeug-Bereich – meist komplette Systemlösungen ab. Dies sollte sich positiv auf die Margenentwicklung der Hersteller auswirken und zudem die Abhängigkeit vom Geschäftserfolg der deutschen Hersteller auf dem chinesischen Markt reduzieren.



Position stärken Die China-Strategie der USA

Alexander Buhrow, Economist

Donald Trump wettete als Präsident noch mit harten Worten gegen China und überzog chinesische Einfuhren mit Strafzöllen. Unter Joe Biden verfolgen die USA eine neue Strategie gegen einen zu großen chinesischen Einfluss auf die Weltordnung. Dafür greift die US-Regierung tief in die Staatskasse, aber auch zu härteren Maßnahmen gegen unfaire Wettbewerbsbedingungen und sieht sich dabei als Vorbild für verbündete Staaten.

Die Vereinigten Staaten haben schon vor einigen Jahren begonnen, gegen die aggressive chinesische Industriepolitik vorzugehen. Dem ehemaligen US-Präsidenten Trump war vor allem das große Handelsbilanzdefizit gegenüber China ein Dorn im Auge, als er 2018 im Zuge seiner fragwürdigen „America first“-Agenda den Handelsstreit vom Zaun brach. Aber auch die „Made in China 2025“-Strategie – mit dem Ziel, das Reich der Mitte als Industrienation bis 2049 an die Weltspitze zu bringen – war wohl ein Anlass für die US-Regierung, die chinesische Führung über den Druck der Strafzölle von ihrem Plan abzubringen. Die hohen Strafzölle auf beinahe alle Einfuhren aus China sind unter Trumps Nachfolger Joe Biden unangetastet geblieben. Nur kurzzeitig wurde im Sommer 2022 darüber nachgedacht, die Zölle auf einige Konsumgüter aus China zu senken, um mit Blick auf die hohe Inflation in den USA die Verbraucher zumindest etwas zu entlasten. Diese Idee wurde aber schnell wieder verworfen – gegenüber China sollte es wohl bei einer harten Haltung bleiben.

Neue Strategie in drei Schritten

Nach wie vor bereiten Chinas Ambitionen der US-Regierung große Sorgen. Sie sieht China als das einzige Land an, das sowohl willens als auch militärisch, wirtschaftlich und technologisch dazu fähig ist, die bestehende Weltordnung zu verändern. Peking strebe an, seine wirtschaftliche Stärke und neue Technologien dazu einzusetzen, andere Länder in die Abhängigkeit zu treiben. Letztlich solle auf diese Weise Einfluss auf andere Länder genommen werden. Damit würde China das Wertesystem und die internationale Ordnung untergraben, die in den letzten Jahrzehnten global für Wohlstand, Frieden und mehr Freiheit gesorgt haben.

Um zu verhindern, dass in Zukunft ein autoritärer Staat die Regeln der Weltordnung bestimmt, hat die Biden-Regierung eine neue China-Strategie entwickelt: Weder zusätzliche Strafzölle sind dabei ein Thema, noch wird China wie im

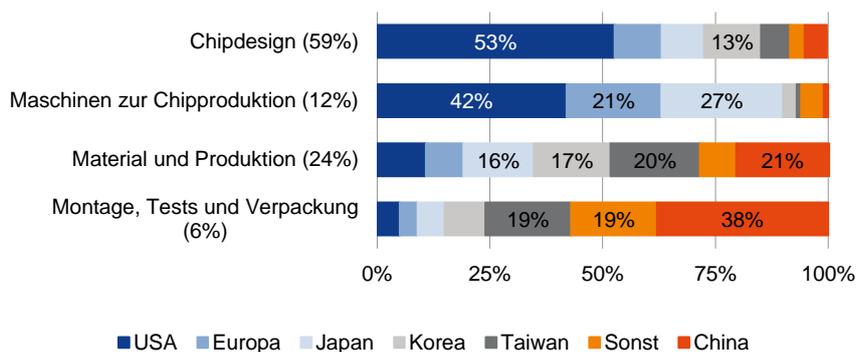
Rahmen von Trumps „Phase-1-Abkommen“ dazu gedrängt, mehr US-Güter zu kaufen. Stattdessen setzen die USA nun auf einen Plan in drei Schritten, die Außenminister Antony Blinken mit den Worten „invest, align, compete“ (Investieren, angleichen, konkurrieren) zusammenfasst.

Zuerst Investitionen im Inland, ...

Die China-Strategie der USA beginnt im eigenen Land. Nur aus einer Position der Stärke heraus lasse sich die bestehende Weltordnung verteidigen, so die US-Regierung. Der erste Punkt der amerikanischen China-Strategie sieht daher vor, in die eigene wirtschaftliche Kraft zu investieren („invest“). Dazu hat die Biden-Regierung bereits mehrere riesige staatliche Förderprogramme verabschiedet wie den „Inflation Reduction Act“, den „Infrastructure Investment and Jobs Act“ oder den „CHIPS and Science Act“. Mit Subventionen in Billionenhöhe will die US-Regierung zusätzliche private Investitionen anregen, um die Infrastruktur der USA endlich wieder auf Vordermann zu bringen sowie die Produktion von grünen Schlüsseltechnologien kräftig zu beleben und nicht zuletzt die Lieferketten stabiler zu machen. Besonders im Blick hat die US-Regierung dabei die Hightech-Industrie: Nur als führende Innovationsmacht könne man sicherstellen, dass beim Einsatz neuer Technologien demokratische Werte und Regeln befolgt werden, anstatt sie zu Machtzwecken zu missbrauchen. Entsprechend wollen die USA bei der Entwicklung von Computerchips führend bleiben und stellen üppige staatliche Fördermittel für die Forschung bereit. Aber nicht nur das: Auch die Produktion von Chips soll wieder in den USA hochgefahren werden, da man die hohe Importquote im Halbleiter-Segment inzwischen als großes Risiko sieht.

Flankiert werden die Investitionen im eigenen Land durch weitreichende Exportkontrollen für Computerchips der neuesten Generation sowie für Maschinen zur Herstellung dieser Halbleiter. Diese dürfen nur noch mit Sondergenehmigung nach China verkauft werden. Dabei gilt die Genehmigungspflicht sowohl für Geschäfte mit chinesischen als auch mit nicht-chinesischen Unternehmen in China. Somit müssen nicht nur US- und in den USA ansässige Hersteller Exportlizenzen beantragen, sondern auch nicht-amerikanische Hersteller, in deren Mikrochips US-Technologie steckt. China soll durch die Exportkontrollen vom Zugang zu Hochleistungschips abgeschnitten werden. Diese benötigt das Land vor allem für die Entwicklung von künstlicher Intelligenz oder Robotern, die wiederum in der Rüstungsindustrie Verwendung finden können.

USA DOMINIEREN DIE CHIP-ENTWICKLUNG, PRODUZIERT WIRD ABER VOR ALLEM IM AUSLAND
WELTMARKTANTEILE AN WERTSCHÖPFUNGSTUFEN DER HALBLEITERPRODUKTION (2021),
IN KLAMMERN: WERTSCHÖPFUNGSANTEILE DER PRODUKTIONSBEREICHE



Quellen: Semiconductor Industry Association (SIA), DZ BANK

... dann Bündnisse stärken, ...

Als zweiten Baustein der China-Strategie („align“) setzt die US-Regierung auf eine stärkere Zusammenarbeit mit Partnerländern, die ihre demokratischen Werte teilen. Denn nur als größere Gemeinschaft könne man das Reich der Mitte politisch unter Druck setzen und dessen Einflussnahme in der Welt begrenzen. So wurden Japan und die Niederlande bei den Chip-Exportkontrollen gegen China an Bord geholt, um eine größere Wirkung der Maßnahmen zu erreichen. In Zukunft wollen die USA internationale Organisationen wieder stärken und wirtschaftliche sowie technologische Kooperationen mit verbündeten Staaten ausbauen. Als ein Beispiel, das auch Europa betrifft, nennt die US-Regierung die Wiederbelebung der NATO. Besonderes Augenmerk hat die US-Regierung aber vor allem auf die

Beziehungen zu Ländern im indopazifischen Raum, die durch ihre geografische Nähe zum Reich der Mitte auch politisch und wirtschaftlich näher an China heranrücken könnten – oder in Konflikt mit China stehen.

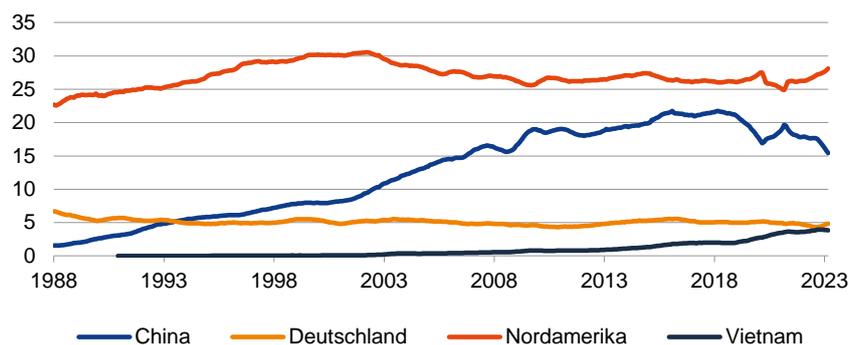
... für einen gestärkten Wettbewerb gegen China

Als Ergebnis der Investitionen im Inland und der Zusammenarbeit mit Partnerländern werden die Vereinigten Staaten nach Vorstellung der Regierung in Zukunft gut gerüstet im Wettbewerb mit China stehen – dem dritten Element der neuen China-Strategie („compete“). Dabei betont die US-Regierung, dass sie eigentlich weder an einem wirtschaftlichen Konflikt mit China noch an einer Abkoppelung von Chinas Wirtschaft ein Interesse hat. Handel und gegenseitige Investitionen seien wünschenswert. Allerdings müsse der Wettbewerb fair sein und bestehende Regeln geachtet werden. Unfairen Handelspraktiken will die US-Regierung mit einer härteren Hand begegnen – das konsequente Vorgehen im Chip-Bereich dürfte ein Beispiel dafür sein. Daneben sollen Abhängigkeiten in den Lieferketten, etwa bei der Beschaffung von Seltenen Erden, reduziert werden, da sie aus Sicht der USA eine Gefahr für die nationale Sicherheit darstellen.

Nur gemeinsam kann die internationale Ordnung verteidigt werden

Insgesamt geben die USA mit ihrer China-Strategie eine Richtung vor, an der sich befreundete Staaten orientieren können. Aus US-Sicht besteht ausdrücklich der Wunsch, dass sich Verbündete anschließen, denn nur dann wird das Gegengewicht zu China auch in Zukunft ausreichend groß bleiben. Freiheit, Rechtsordnung, Frieden und Wohlstand lassen sich langfristig nur auf diese Weise verteidigen.

DIE USA WOLLEN KEINE ENTKOPPLUNG, ABER EINE GERINGERE ABHÄNGIGKEIT VON CHINA
ANTEIL DER US-IMPORTE NACH HANDELSPARTNER IN %, 12-MONATS-DURCHSCHNITTE



Quellen: US Census Bureau, DZ BANK



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, 2. Juni 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.

Die internationalen Aktienanleger erfreuen sich weiterhin an einer stolzen Performance, wenngleich die Indizes im zweiten Quartal 2023 auf hohem Niveau seitwärts tendierten. Beispielsweise steht für den Euro Stoxx 50 ein Plus von 14,5% – gemessen seit Jahresbeginn 2023 (ytd) – zu Buche. Positiv aufhorchen ließ in den letzten Wochen die US-Technologiebörse. Die Nasdaq 100 performte im laufenden Quartal den S&P 500 aus, da der Hype um die Künstliche Intelligenz die US-Chip-Werte beflügelte. Zudem fungiert die US-Technologiebörse in turbulenten Zeiten meist als sicherer Hafen.

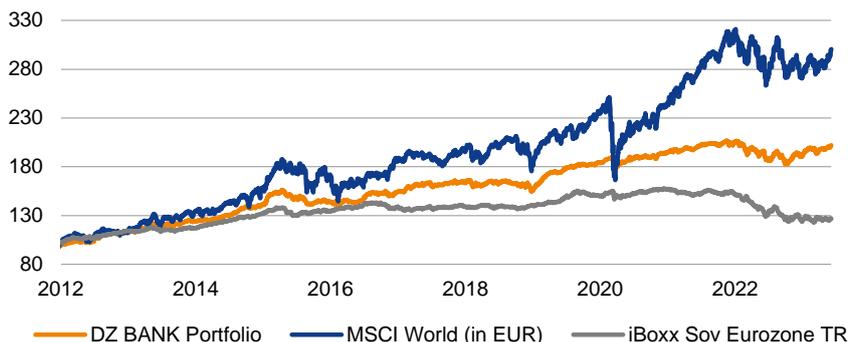
Ähnlich wie Aktieninvestoren müssen Anleihebesitzer höhere Risiken eingehen, wollen sie wie wir mit der High-Yield-Position im assetübergreifenden Musterportfolio eine gute Performance (9,9% seit Aufnahme im April 2020) erzielen. Aber auch mit Engagements in europäischen Staatsanleihen lassen sich durchaus wieder positive Erträge erwirtschaften, wie der iBoxx-Sovereign-Eurozone-Index (2,9% ytd) zeigt. Das Comeback der Anleihen ist in vollem Gange. Dies war vor Kurzem noch nicht der Fall. In Erinnerung stecken den Besitzern europäischer Staatsanleihen noch die starken Kursverluste aus dem Jahr 2022. Der Grund hierfür lag in dem sehr dynamisch verlaufenden Zinserhöhungszyklus der EZB: Die hiesigen Währungshüter haben im Juli 2022 begonnen, ihren Hauptrefinanzierungssatz von 0,00% auf nunmehr 3,75% anzuheben, wobei das geldpolitische Bremspedal zuletzt behutsamer durchgedrückt wurde. Zwei weitere moderate Zinsanhebungen im Ausmaß von je 25 Basispunkten sollten Mitte 2023 noch folgen. Doch dies dürfte an den Anleihemärkten keinen Schrecken verbreiten.

Beim Blick auf die europäischen Branchen fällt auf, dass der Energiesektor in den letzten Wochen von niedrigeren Rohöl- und Gaspreisen belastet wurde, was die übergeordnete sehr stolze Performance von 18,1% (gemessen an seiner Aufnahme in das Musterportfolio der DZ BANK am 27. Oktober 2021 bis zum aktuellen Rand) schmälert. Erfreulich ist, dass sich der Stoxx-Europe-600-Banks-Index im Laufe des zweiten Quartals 2023 nach seinen im März erlittenen Kursverlusten stabilisieren konnte. Die Turbulenzen im US-Bankensektor, die ihren Höhepunkt in den Pleiten einiger US-Regionalbanken erreichten und auch insofern Europa in Mitleidenschaft zogen, als die Credit Suisse von der UBS Group übernommen werden musste, hatten den Stoxx-Europe-600-Banks-Index zeitweise unter Druck gesetzt. Die Performance dieses Index – gemessen an seiner Aufnahme am 27. Oktober 2021 – liegt dennoch bei 8,1%.

Grundsätzlich erfreuliche Nachrichten stellen die noch weiter steigenden EZB-Leitzinsen für die europäische Versicherungs- und Bankenbranche dar. Geschäftsbanken profitieren von höheren Zinsen im Wertpapiergeschäft, und für die Versicherer ist das Zinsniveau die entscheidende Makrogröße. Ein gewisses Erholungspotenzial räumen wir auch dem europäischen Energiesektor ein. Die Rohölpreise sollten sich nach ihren spürbaren Verlusten zumindest perspektivisch wieder erholen. Unter Druck geriet das „schwarze Gold“ zuletzt von zwei Seiten: Auf der Angebotsseite belasten Berichte und Spekulationen über üppige Ausfuhren einzelner Länder, beispielsweise aus Russland vor allem in Richtung Schwellenländer. Auf der Nachfrageseite setzen ihm Konjunktursorgen zu, unter anderem mit Blick auf die USA. Zudem wurden marktseitige Hoffnungen bislang enttäuscht, wonach die Nachfrage aus China und dem asiatischen Raum, nach dem Ende der Null-Covid-Politik Pekings dynamisch anziehen würde. Wir erwarten, dass der Rohölpreis vor allem auf Basis besserer Nachfrageperspektiven steigen wird.

Seit unserer ersten Friedrich-Ausgabe in diesem Jahr wurden weder neue Positionen im Musterportfolio eröffnet noch bestehende geschlossen. Das Portfolio setzt sich somit weiterhin aus Anleihen (43%), Aktien (42%) sowie einer Liquiditätsposition in Höhe von 15% zusammen. Die Performance beträgt 5,2% (ytd).

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 7. Juni 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 7. Juni 2023 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

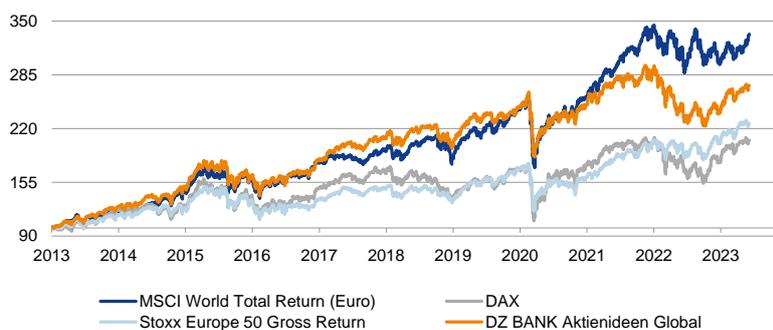
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Brenntag	05.01.2023	63	64,48	75,60	+17,2%
Commerzbank	25.04.2023	432	10,34	9,62	-5,0% (inkl. Dividende)
CropEnergies	20.04.2023	427	10,40	10,08	-3,1%
Encavis	30.03.2023	281	15,62	15,99	+2,4%
IONOS Group	30.03.2023	309	14,22	13,34	-6,2%
Lufthansa	05.04.2023	431	10,16	9,14	-10,0%
Mercedes-Benz Group	20.02.2023	59	74,87	72,03	+3,2% (inkl. Dividende)
Munich Re	30.12.2022	13	304,00	336,00	+14,3% (inkl. Dividende)
Rheinmetall StA	21.03.2023	16	257,10	235,20	-6,8% (inkl. Dividende)
Talanx	30.12.2022	90	44,32	52,60	+23,2% (inkl. Dividende)
Volkswagen VzA	30.12.2022	34	116,42	124,04	+14,1% (inkl. Dividende)
Capgemini	30.12.2022	26	155,95	166,50	+8,8% (inkl. Dividende)
Carrefour	09.05.2023	248	18,16	16,77	-4,6% (inkl. Dividende)
CRH	07.03.2023	91	48,63	44,59	-8,3%
ExxonMobil	30.12.2022	39	101,64	99,22	-0,7% (inkl. Dividende)
Honeywell International	30.12.2022	20	200,10	183,80	-7,2% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2022	18	223,45	311,65	+40,0% (inkl. Dividende)
Mondelez International	30.12.2022	64	62,66	68,68	+10,2% (inkl. Dividende)
Orange	30.12.2022	430	9,28	10,69	+19,4% (inkl. Dividende)
Regeneron Pharm.	30.12.2022	6	669,00	697,00	+4,2%
Safran	30.12.2022	34	116,92	136,94	+18,3% (inkl. Dividende)
Vinci	15.02.2023	40	109,22	106,96	+0,7% (inkl. Dividende)
Walt Disney	17.03.2023	48	87,58	85,93	-1,9%

Stand: 7. Juni 2023

Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 6. Juni 2023 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 13,9% erzielt und damit nicht ganz so gut abgeschnitten wie der DAX (14,9%), aber besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (12,1%) und der MSCI World Total Return in Euro (11,7%). 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: Refinitiv, DZ BANK

„Neue China-Strategie vs. Strategie Chinas – zwei Perspektiven, eine Meinung“

Experten-Interview

Mit Johannes Hack, Leiter des DZ BANK Standorts Hongkong und
zugleich Präsident der Deutschen Handelskammer vor Ort

Friedrich: Die Beziehungen zwischen der Europäischen Union, den USA und China sind derzeit angespannt. Menschenrechte sind ein Thema, genauso wie die Presse- und Meinungsfreiheit. Und auch der langfristige Status Taiwans war in letzter Zeit in der Diskussion. Die Frage ist: Welche Rolle spielen diese Differenzen im Alltag, wie gehen die Menschen, aber auch die Unternehmen damit um und hat sich da in den letzten Jahren etwas verändert?

Johannes Hack: Ich denke schon, dass sich etwas verändert hat. Das merke ich teilweise bei Gesprächspartnern. Ich habe mich vor ungefähr drei Monaten mit jemandem unterhalten, der in der Schweiz aufgewachsen ist, in England studiert hat, mit Mitte 20 nach Hongkong – seine Geburtsstadt – gekommen ist. Er ist Hongkong-Chinese, hat mit Mitte 20 angefangen, Kantonesisch zu lernen, ist also ganz spät wieder in diese Kultur hineingekommen und hat mir mit Mitte 40 beim Mittagessen wortreich erklärt, dass jetzt endlich die Zeit gekommen ist, in der China die Unterdrückung überwindet und das Jahrhundert der chinesischen Wiedergeburt beginnt. Und das von jemandem, der doch sehr westlich geprägt ist – das war natürlich überraschend. Aus chinesischer Sicht ist es so: Alles konzentriert sich auf Amerika. Wir in Europa denken immer noch ein wenig, wir sind der Nabel der Welt, was wir aber faktisch nicht mehr sind. Tatsächlich spielen wir nur eine Seitenrolle. Aber bei den Chinesen steht Amerika absolut im Mittelpunkt und das definiert sehr stark ihren Alltag und auch ihr Bedürfnis, den Amerikanern zu zeigen, dass sie jetzt eben auf Augenhöhe sind.

Friedrich: Lassen Sie uns aber doch noch einmal zum Thema Taiwan zurückkommen. Da gab es in letzter Zeit sehr intensive Diskussionen, auch ein gewisses Säbelrasseln. Wie soll es denn da langfristig weitergehen?

Johannes Hack: Idealerweise so, wie es immer war. Das ist, glaube ich, das, was wir uns alle wünschen. Dass der Status quo von Taiwan, der ziemlich undefiniert ist, einfach genauso bleibt, wie er ist. Es gibt diese berühmte Ein-China-Politik – eine fantastische Erfindung – es gibt ein China, die Frage ist eben nur: Welches ist das eine China? Festlandchina oder Taiwan? Das kann man sich dann aussuchen, aber es gibt eben keine zwei unterschiedlichen und vor allem keine voneinander unabhängigen Staaten – das existiert nicht. Und das ist auch aus Gesprächen mit Taiwanesen klar geworden, als ich vor zwei Monaten das erste Mal in Taipeh war. Ihnen wäre es auch am liebsten, wenn niemand daran rüttelt und es einfach genauso weitergeht. Und das muss man wahrscheinlich auch in Richtung der

USA sagen: So gut es vielleicht aus Nancy Pelosis Sicht für sich selbst war, dorthin zu reisen, so wenig hilfreich ist das für die Beziehung, wenn man jetzt versucht, etwas aufzubauen oder an etwas zu rütteln, was so eigentlich sehr stabil ist.

Friedrich: In Europa und auch in den USA gibt es aktuell Bestrebungen, Abhängigkeiten von China deutlich zu verringern. Das ist jetzt gerade mit Blick auf die Erfahrungen, die Deutschland letztes Jahr mit russischem Gas gemacht hat, sicherlich auch nachvollziehbar, dass man hier etwas aktiver sein möchte – etwas vorsorgen möchte. Trotzdem stellt sich die Frage, wie sinnvoll und erfolgversprechend solche Strategien sein können. Wäre es nicht sinnvoller, heranzugehen wie im Kalten Krieg und die Strategie „Wandel durch Handel“ anzustreben? Und daran anschließend die Frage: Können beide Regionen langfristig verlässliche Partner bleiben?

Johannes Hack: Sie können Partner bleiben, wenn sie das beide wollen, und vor allen Dingen, glaube ich, müssen sie am Anfang eine Entscheidung treffen: Wie viel Wohlstand möchten sie? Denn was bei dieser „Wandel-durch-Handel-Diskussion“ und insbesondere aus deutscher Sicht auch irgendwann abhandengekommen ist: Wandel durch Handel ist das eine, Wohlstand durch Handel ist das andere. Und für eine Exportnation wie Deutschland ist es ganz klar, dass Wohlstand durch Handel, einfach die Tatsache, dass es Ihnen und mir besser geht, wir vermögender sind als je zuvor, ein ganz wichtiger Aspekt ist. Und einen großen Teil dieses Wohlstands haben wir dem Handel mit China zu verdanken wie umgekehrt die Chinesen uns auch. Es gibt beim Handel in dem Sinne auch nicht den Gewinner, es ist schließlich kein Nullsummenspiel. Und wenn wir uns entscheiden, dass wir diesen gegenseitigen Nutzen weiter hochschätzen, dann können wir auch Partner bleiben. Natürlich wird es Segmente oder Aspekte geben, bei denen man sich deutlich kritischer beäugen muss. Es ist auch keine Frage, dass China es uns sehr schwermacht mit dieser Wolf-Warrior-Diplomatie – wo man mit lautem Säbelrasseln losläuft und allen erklärt, dass man selbst ganz toll ist und dass alle anderen das bitte auch wertschätzen müssen. Das ist schwierig, und macht auch den Umgang schwierig. Wenn man davon aber ein bisschen abstrahiert und sich mit ganz normalen Menschen unterhält, stellt sich heraus: Sie wollen im Wesentlichen auch das, was viele Menschen bei uns wollen, dass es ihnen gutgeht. Und die beste Art dahinzukommen, ist weiter miteinander im Austausch zu bleiben.

Friedrich: Jetzt sind Sie vor Ort in Hongkong. Hongkong selbst versteht sich als Brückenbauer zwischen Festlandchina und dem Westen. Wie funktioniert das im Alltag? Wie kann man das umsetzen? Wie merkt man das? Und – ein Land, zwei Systeme – funktioniert das? Wie hat das in den letzten Jahren funktioniert? Und wird das auf Dauer funktionieren?

Johannes Hack: Im Alltag merkt man das sehr gut. Wenn man erst einmal eine gewisse Zeit da ist, lernt man mit den Ohren zu hören – den Unterschied zwischen Kantonesisch und Mandarin – das sind ja zwei verschiedene Sprachen. Und man hört im Alltag inzwischen immer häufiger Mandarin. Das ist die Sprache des Festlands und eine Sprache, die früher in Hongkong wenig verbreitet war, aber inzwischen zunehmend verbreitet ist. Da merkt man dann schon, dass da jetzt mehr Menschen aus Festlandchina sind als da früher waren. Das ist ein klares Zeichen, dass sich langsam etwas wandelt. Gleichzeitig merkt man aber in Hongkong auch, wie extrem westlich es noch ist. Wir waren nach dem Wegfall der Covid-Beschränkungen in Guangzhou, in Shenzhen und in verschiedenen anderen Städten und überall ist China wirklich China. Dort spricht kaum jemand Englisch, dort können Sie die Schilder nicht lesen: Wenn Sie dort im öffentlichen Nahverkehr versuchen sich zurechtzufinden, sind Sie meistens aufgeschmissen. Da ist Hongkong komplett anders. Hongkong ist eine westliche Stadt, eine offene Stadt, eine Stadt, in der man – übrigens das muss man auch ganz klar sagen – alle Informationen noch beziehen kann. Sie können in Hongkong immer noch lesen, dass Leute Xi Jinping kritisch beobachten. Und das können Sie in Festlandchina natürlich nicht. In diesen Dingen ist das wirklich eine grundlegend andere Stadt. Und dieser Zwei-Systeme-Aspekt, den wollen auch die Chinesen. Die Chinesen sind schlaue Menschen. Hongkong hat etwas, diesen Zugang zum Westen auch auf den Finanzmärkten. Die chinesische Währung der Renminbi ist eine kontrollierte Währung – anders als der Hongkong-Dollar. Hongkong hat diesen Zugang zu den Finanzmärkten, der ist besonders. Würde man diesen ohne Not beschneiden, würde man sich damit ins eigene Fleisch schneiden. Da werden die Chinesen ganz sicherlich Wert darauf legen, dass der Aspekt noch sehr lange Zeit bleibt, und dass auch das Rechtssystem, zumindest soweit es sich auf wirtschaftliche Fragen bezieht, unangetastet bleibt.

Friedrich: Herr Hack, Sie hatten wirtschaftliche Themen gerade schon angesprochen. Jetzt abstrahieren wir mal von den ganzen geopolitischen strategischen Überlegungen, die so dominieren zwischen China und dem Rest der Welt. Wie sieht es denn konjunkturell in China jetzt gerade aus? Sie haben das Ende der Covid-Strategie gesehen, das abrupt stattgefunden hat, was aber dann auch die Grundlage gebildet hat, dass es binnenwirtschaftlich zumindest in China wieder bergauf geht. Kann China zurückfinden zu alter Stärke, also wieder die Wachstumslokomotive der Welt werden?

Johannes Hack: Das sehe ich tatsächlich kritisch. Es ist ein großes Thema, wobei man auch da differenzieren muss, was das am Ende bedeutet. Historisch ist es so: Da hatten wir Wachstumsraten von 8% und mehr über länger als eine Dekade. Kommt man dahin wieder zurück? Wahrscheinlich nicht. Das liegt daran, dass China selbst tatsächlich sehr viel stärker danach trachtet, autonom zu werden und sehr viel mehr Anstrengung darauf verwendet, sich insbesondere von Amerika abzukoppeln. Das ist mit hohen Kosten verbunden, wie man auch in den Zeitungen lesen kann: Sie bauen jetzt ihre eigene Chipproduktion und versuchen auch in viel mehr Bereichen, tatsächlich autark zu werden. Und das kostet eine Menge Geld und dann eben auch Wachstumsraten. Andererseits, selbst wenn die Wachstumsrate nur 5% ist, ist das im Vergleich zu Deutschland oder Europa immer noch fantastisch. Und das ist auch ein Grund, warum all die Industrieunternehmen und die Dienstleister, mit denen wir in Hongkong sprechen, sagen: Klar bleiben wir in China – das ist und bleibt ein riesiger Markt und ein Markt mit hohen Wachstumsraten und natürlich müssen wir dort weiter engagiert bleiben, denn wo sonst soll das Wachstum herkommen?



Der Digitale Euro der EZB: Mehr Souveränität für den Euroraum Chinesische Variante macht Druck

Sören Hettler, Analyst

Was in der öffentlichen Diskussion teils auf eine mögliche gezielte Abschaffung des Bargelds reduziert wird, ist aus Sicht der Zentralbanken des Eurosystems ein wichtiger Schritt, um das eigene Geld- und Währungssystem zukunftssicher zu machen. Strategische Überlegungen hinsichtlich einer potenziellen Konkurrenz durch die chinesischen Variante der digitalen Zentralbankwährung spielen hierbei eine nicht zu vernachlässigende Rolle.

Bei einer digitalen Zentralbankwährung oder Central Bank Digital Currency (CBDC) handelt es sich im Kern um eine neue, zusätzliche Geldform. Diese soll das aktuell vorherrschende System bestehend aus (analogem) Bargeld, das von den Notenbanken emittiert wird, und dem von regulierten Finanzinstituten ausgegebenen (digitalen) Girogeld ergänzen. Unter Zentralbankvertretern gehören CBDCs mittlerweile zum guten Ton. Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich befassten sich 2021 weltweit knapp neun von zehn Notenbanken mit deren Potenzial, bei 14% liefen sogar Pilotprojekte.

Eine dieser Zentralbanken ist die People's Bank of China. Bereits 2014 wurden in Peking erste Schritte zugunsten einer von der Notenbank ausgegebenen digitalen Geldform unternommen. Sechs Jahre später starteten in ausgewählten Städten praktische Testläufe, weitere Städte und Regionen folgten nach und nach. Zurzeit versucht die chinesische Führung der digitalen Zentralbankwährung mehr Bedeutung zu verleihen. Eingeführt wurden zusätzliche Funktionen ebenso wie Anreize für die Nutzerinnen und Nutzer, beispielsweise in Form eines Gewinnspiels. Angestellte öffentlicher Einrichtungen sollen in digitalen Yuan bezahlt werden. Medien berichteten zudem von Druck auf ausländische Unternehmen, die Geldform zu akzeptieren. Zwar sind nach Angaben der chinesischen Zentralbank mittlerweile über 220 Mio. e-CNY-Konten beziehungsweise -Wallets in der Anwendung. Im Alltag der Menschen führt der digitale Yuan dennoch ein Schattendasein, wird doch nur ein sehr geringer Anteil der Transaktionen mit dem Zentralbankgeld abgewickelt.

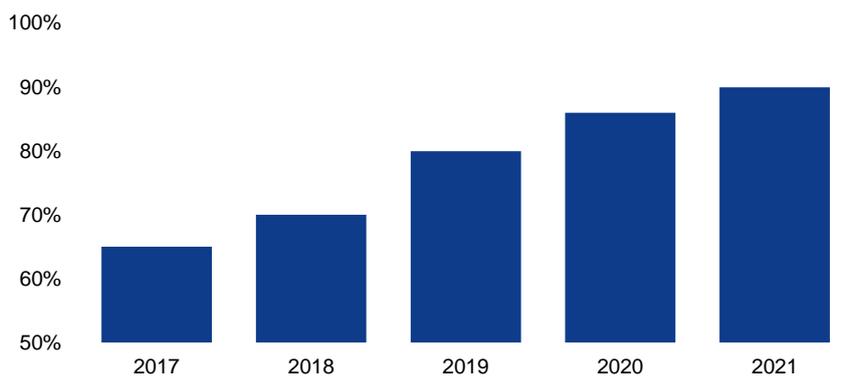
Der zäher als von offizieller Seite in Peking erwünscht angelaufene Start des digitalen Yuan kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass die chinesische Zentralbank verglichen mit anderen bedeutenden Währungsräumen beim Thema

CBDC die Nase vorn hat. So wird in den USA bislang lediglich erörtert, inwieweit ein derartiges Projekt überhaupt sinnvoll ist. Und im Euroraum befassen sich die Verantwortlichen zwar bereits seit 2020 intensiver mit der Thematik, von einer möglichen Testphase mit realen Anwendungsfällen im Alltag ist der Digitale Euro jedoch noch einige Jahre entfernt.

Unterschiedliche Motive

Nicht nur der Status quo der Projekte, auch die Motive hinter den Bestrebungen sind gänzlich verschieden. Während bei der People's Bank of China die Überwachung der Zahlungsströme der Bevölkerung sowie die Stärkung der heimischen Währung in den internationalen Handelsbeziehungen (Stichwort „Neue Seidenstraße“) wesentliche Anreize für die Einführung eines digitalen Yuan darstellen dürften, stehen bei den Zentralbanken des Eurosystems andere Ziele im Fokus. Als Ausgangsbasis dient im Euroraum die Erkenntnis, dass Bargeld als Zahlungsmittel im Alltag der Menschen spürbar an Bedeutung verliert und perspektivisch weiter verlieren wird. Wurden 2016 noch fast 80% der Transaktionen mit Münzen und Scheinen abgewickelt, fiel dieser Anteil bis 2022 auf unter 60%. Nach Einschätzung der Europäischen Zentralbank könnte dieser Bedeutungsverlust des risikolosen Bargelds dazu führen, dass der „Anker“ für das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Euro und damit die Stabilität des Finanzsystems verloren gehen. Nicht weniger wichtig ist die Sorge, dass andere Währungen beziehungsweise Geldformen dem Euro innerhalb der eigenen Grenzen den Rang ablaufen könnten. Neben dem digitalen Yuan kommen hier private Stablecoins mit globaler Reichweite in Frage. Dass derartige Ansätze durchaus erfolgversprechend sein können, hat das Libra-Projekt eines Konsortiums um den Tech-Giganten Facebook im Jahr 2019 gezeigt.

DAS INTERESSE DER ZENTRALBANKEN STEIGT
ANTEIL DER NOTENBANKEN WELTWEIT, DIE SICH MIT CBDCS BESCHÄFTIGEN



Quellen: BIZ, DZ BANK

Aus Sicht der Zentralbank unerwünschte Abhängigkeiten gar nicht erst entstehen zu lassen, ist das eine. Es geht beim Projekt Digitaler Euro aber auch darum, bestehende Abhängigkeiten möglichst zu verringern. So werden nach Aussagen von EZB-Präsidentin Lagarde zwei Drittel der europäischen Kartenzahlungen von Unternehmen abgewickelt, deren Hauptsitz außerhalb der EU angesiedelt ist. Vor allem US-Kreditkartenanbieter sind damit gemeint. Ganz davon abgesehen, dass europäische Souveränität anders aussehen dürfte, stellt der Mangel einer konkurrenzfähigen europäischen Alternative in diesem Bereich ein Risiko aus Sicht der Euro-Währungshüter dar. Dieses Risiko sind die Verantwortlichen nach den jüngsten Erfahrungen mit russischen Energielieferungen und mit der Zeit Donald Trumps im Weißen Haus offenbar nicht mehr bereit zu akzeptieren.

Schnell, komfortabel, kostenlos und überall einsetzbar

Entsprechend entschlossen wird das CBDC-Projekt vorangetrieben. Seit Oktober 2021 befindet es sich in der „Investigationsphase“, die im Herbst dieses Jahres abgeschlossen werden wird. Ausgestaltung, Eigenschaften und Einsatzgebiete der neuen Geldform sollen bis dahin ebenso ausgearbeitet sein wie der Weg, auf dem sie zu den Bürgerinnen und Bürgern des Währungsraums gelangt. Endgültig entschieden ist zwar noch nichts – noch nicht einmal, ob der Digitale Euro überhaupt jemals eingeführt werden wird. Allerdings zeichnen sich einige Eckpunkte nach und nach ab. Eingesetzt werden können soll die neue Zentralbankgeldform von den Bürgerinnen und Bürgern sowohl beim Einkauf an der Ladenkasse – egal ob mit oder ohne Internetzugang – als auch beim Onlineshopping, bei Transaktionen von Person zu Person sowie bei staatlichen Zahlungen. Und das überall im Euro-Währungsgebiet, vom Norden Finnlands bis nach Zypern, in der belebten Innenstadt bis hin zur einsamen Berghütte. Um die hierfür nötige allgemeine

Akzeptanz aufseiten der Unternehmen sicherzustellen, ist für den Digitalen Euro der Status als gesetzliches Zahlungsmittel inklusive eines Annahmewangs für alle Anbieter von Waren und Dienstleistungen im Euroraum vorgesehen.

Für die Bürgerinnen und Bürger im Fokus stehen neben der allgegenwärtigen Einsetzbarkeit vor allem der Komfort und der Preis. EZB-Verantwortliche betonen, dass die Nutzung möglichst einfach (beispielsweise über eine App auf dem Smartphone) und kostenlos sein wird. Transaktionen werden binnen weniger Sekunden durchgeführt. Einen zwingenden Grund, den Digitalen Euro im Alltag einzusetzen, gibt es für die Menschen zwar nicht, dürften die wenigsten doch das vorherrschende System als unkomfortabel erachten und händeringend nach einer Alternative suchen. Die Option, die derzeit verbreitete Kombination aus Giro- und Kreditkarte sowie Konto bei einem Online-Bezahldienst ad acta zu legen und auf eine einzige Bezahlmöglichkeit umsteigen zu können, dürfte allerdings in den Augen vieler attraktiv sein. Sollten staatliche Institutionen tatsächlich dazu übergehen, Transaktionen vorrangig mithilfe des Digitalen Euros durchzuführen, wäre zudem der „Erstkontakt“ großer Teile der Bevölkerung hergestellt. So erhalten die meisten Bürgerinnen und Bürger an irgendeiner Stelle Unterstützungsleistungen des Staates (Kindergeld, BAföG, Rente) oder leisten Zahlungen an staatliche Einrichtungen (Steuern und Abgaben).

Kritik aus zwei Richtungen

So nachvollziehbar die Motive und erfolversprechend die Ansätze der Zentralbanken des Eurosystems auf den ersten Blick wirken, frei von Kritik ist der Digitale Euro nicht. Insbesondere „selbsternannte“ Datenschützer erheben den Vorwurf, dass die neue Geldform das Bargeld verdrängen soll, um mehr staatliche Kontrolle ausüben zu können. Während letzteres auf die People's Bank of China durchaus zutreffen dürfte, haben die Projektverantwortlichen im Euroraum mittlerweile reagiert. Nicht nur arbeitet man mit dem Europäischen Datenschutzbeauftragten zusammen, um ein Höchstmaß an Privatsphäre sicherzustellen. Es wird zudem betont, dass die [EZB die persönlichen Daten der Nutzer weder sehen noch speichern](#) wird. Entsprechende Aufgaben sollen (weiterhin) regulierte Finanzinstitute übernehmen.

Gerade von deren Seite wird ein anderes Risiko in den Fokus gerückt. So stellt eine digitale Zentralbankgeldform eine Konkurrenz zum Girokonto bei den Geschäftsbanken dar. Diese Einlagen dienen den Instituten als Refinanzierungsquelle für die Kreditvergabe. Ohne die Kundengelder könnte die Kreditvergabe teurer werden oder geringer ausfallen. Konsequenzen für das längerfristige wirtschaftliche Wachstum wären möglicherweise die Folge. Eine Alternative wäre eine deutlich stärkere Refinanzierung über die Zentralbank, wie es in einem Vollgeldsystem vorgesehen ist. Mit einer weiteren Zunahme der ohnehin schon enormen Bedeutung der Zentralbanken des Eurosystems für die Volkswirtschaft und die Finanzmärkte wäre zu rechnen. Sehr kurzfristige Konsequenzen entstünden im Falle eines „digital bank run“: Bei einem aufkeimenden Vertrauensverlust in das Bankensystem könnten die Bürgerinnen und Bürger ihre Einlagen schnell und umfangreich direkt über das Smartphone abziehen und zur Zentralbank schieben, ohne den Umweg über die Schlange am Geldautomaten zu machen. Finanzkrisen könnten so häufiger und intensiver auftreten als bisher. Dass derartige Risiken weiterhin bestehen, haben die Spannungen im März einmal mehr offenbart.

Gelöst ist das Risiko einer „zu hohen“ und damit finanzstabilitätsgefährdenden Attraktivität der staatlichen Geldform bislang nicht. Geht es nach den Vertretern der Europäischen Zentralbank, soll eine Guthabenobergrenze von 3.000 Euro ausreichen, um einem übermäßigen Abzug von Einlagen entgegenzuwirken und sicherzustellen, dass der Digitale Euro nicht als Wertaufbewahrungsmittel eingesetzt wird. Zumindest aus Sicht kleinerer, einlagenstarker Institute ist fraglich, ob diese Grenze nicht deutlich zu hoch angesetzt ist.

Bis Ende 2026 soll die neue Geldform fertig konzipiert und geprüft sein

Auf die Investigations- folgt im Herbst dieses Jahres die Umsetzungsphase des Projekts. Drei Jahre später könnte der Digitale Euro dann an den Start gehen. Bis dahin gibt es für die Projektverantwortlichen noch viel zu tun. Da sind zum einen technische und konzeptionelle Fragen, um die Attraktivität der neuen Geldform richtig zu kalibrieren und Raum für regulierte private Akteure zu lassen, sowie Testläufe. Zum anderen muss es für die Zentralbanken des Eurosystems in den nächsten Jahren verstärkt darum gehen, die Bürgerinnen und Bürger aufzuklären und von der Notwendigkeit des risikolosen digitalen Zentralbankgeldes zu überzeugen. Ohne die Unterstützung sowie das Vertrauen der Bevölkerung und mit dem Verdacht einer gezielten staatlichen Kontrolle konfrontiert dürfte es schließlich jede noch so attraktive Geldform schwer haben.



Angespannt Hintergründe des China-Taiwan-Konflikts

Michael Stappel, Economist

Im Rahmen seiner Ein-China-Politik erhebt Peking schon seit Jahrzehnten Anspruch auf Taiwan. Indes sieht sich die demokratische Inselrepublik als unabhängiger Staat, der aber als solcher international nicht offiziell anerkannt wird. Ein labiles Gleichgewicht, das zunehmend ins Wanken gerät angesichts der von China geplanten Wiedervereinigung, die – notfalls auch mit „nicht-friedlichen“ Mitteln – erfolgen soll.

Die als Taiwan bekannte Republik China ist ein Inselstaat im Westpazifik, der geografisch durch die Formosastraße vom Festland und damit von der Volksrepublik China getrennt ist. Das Land, das sich ab Ende der 1980er-Jahre aus einer Militärdiktatur heraus in eine moderne Demokratie entwickelt hat, ist bezogen auf die Fläche etwa so groß wie Baden-Württemberg. Die mit 23,6 Millionen Menschen sehr dicht besiedelte Insel ist als technisch hoch entwickelter Industriestaat vor allem in der Halbleiterproduktion weltweit führend. Mit einem nominalen Bruttoinlandsprodukt von rund 33.200 US-Dollar pro Kopf zählt Taiwan zu den reicheren Regionen Asiens.

Taiwan hat eine hohe geopolitische Bedeutung – nicht nur in Ostasien, sondern weltweit. Diese resultiert aus seiner geografischen Lage als Teil einer Inselkette, die der Volksrepublik China den Zugang zum Pazifik erschwert, und aus seiner Stellung als eine wirtschaftlich-technisch sehr weit entwickelte Volkswirtschaft. Hinzu kommt die moderne pluralistische Demokratie, die im Widerspruch zum autoritären System Festland-Chinas steht.

Ein Blick in die Geschichte

Nach dem schwindenden Einfluss europäischer Kolonialmächte stand Taiwan etwa 200 Jahre unter chinesischer und später, lange Zeit bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs, unter japanischer Herrschaft. Als 1949 der rechte Flügel der in China regierenden Kuomintang (KMT) den Kommunisten im chinesischen Bürgerkrieg unterlegen war, zog sich die Regierung mit den verbliebenen Truppen auf Taiwan zurück, während die Kommunistische Partei auf dem Festland mit der Volksrepublik China ein neues Staatssystem errichtete. Als einstiges Gründungsmitglied der Vereinten Nationen vertrat Taiwan ganz China, bis es 1971 im Zuge der „Resolution 2758“ seine Mitgliedschaft an die Volksrepublik verlor. Damit nahm die internationale diplomatische Isolation ihren Anfang. Die meisten Staaten – bis auf wenige kleinere

Länder – haben ihre diplomatischen Beziehungen auf Druck der Volksrepublik seit den 1970er-Jahren abgebrochen und das sogenannte „Ein-China-Prinzip“ akzeptiert, das die wesentlich größere Volksrepublik als alleinige Vertreterin Chinas anerkennt. Faktisch ist Taiwan jedoch politisch unabhängig.

„Vereinigungsbestrebungen“ der Volksrepublik China

Allerdings erhebt die Volksrepublik China aus historischen und politischen Gründen Anspruch auf Taiwan. Auch wenn China eine friedliche Wiedervereinigung bevorzugt, schließt die Volksrepublik ein militärisches Vorgehen nicht aus. Das ergibt sich aus dem „Antisepessionsgesetz“ von 2005 und so kann auch eine Rede des Staatspräsidenten Xi Jinping von 2019 interpretiert werden, in der er die Vereinigung mit Taiwan als Kerninteresse bezeichnet, die nicht von Generation zu Generation verschoben werden dürfe. In Anbetracht des fortgeschrittenen Alters von Xi (69 Jahre) wird als angestrebter Zeitraum bis zur Wiedervereinigung häufig die bis 2027 reichende Amtsperiode des Präsidenten vermutet. Im globalen Systemstreit zwischen freiheitlich-demokratischen und autoritären Gesellschaften stehen vor allem die USA hinter Taiwan. Deren militärische Überlegenheit und starke Präsenz in der Region haben in der Vergangenheit eine gewisse Stabilität garantiert, auch wenn die USA für die Taiwanstraße explizit nie eine Verteidigungsgarantie abgegeben haben.

Spannungen nehmen zu

Allerdings sorgen verschiedene Entwicklungen dafür, dass das Gefahrenpotenzial wächst und die Stabilität bedroht ist. Hierzu zählen einerseits der wirtschaftlich-technische Aufschwung Chinas und eine militärische Aufrüstung, die die Macht der Volksrepublik vergrößert, sowie andererseits ein wachsendes Selbstbewusstsein Taiwans als wirtschaftlich erfolgreicher Staat, der seine demokratischen Werte betont. Das gilt insbesondere für jüngere Menschen, die sich zunehmend ausschließlich als Taiwaner sehen, auch wenn ein Großteil der Bevölkerung chinesischer Abstammung ist. Zuletzt haben sich die Spannungen um Taiwan durch Besuche prominenter westlicher Politiker wie der US-Demokratin Nancy Pelosi verstärkt. Lange Zeit galt eine Art Stillhalteabkommen: Solange sich Taiwan nicht für unabhängig erklärt und international von diplomatischen Kontakten auf höchster politischer Ebene absieht, arrangiert sich die Volksrepublik mit der de facto unabhängigen Inselrepublik. Die Politikerbesuche der jüngeren Vergangenheit werden von der Volksrepublik China daher als Angriff auf das „Ein-Land-Prinzip“ verstanden. China trägt seinerseits mit militärischen Drohgebärden zur Verstärkung der Spannungen bei.

CHINA UND TAIWAN – GEOGRAFISCHE LAGE



Quellen: Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), DZ BANK



**„Und jedem Anfang wohnt ein Zauber inne“
Hoffnungen und Hürden beim Aufstieg des Renminbis**

Dorothea Huttanus, Analystin

Die These vom nahenden Ende des US-Dollars als Weltleitwährung kursiert schon seit Jahrzehnten und wird gern in einem Atemzug mit dem Aufstieg des Renminbis als mutmaßlichem Thronfolger genannt. Der politische, ökonomische und soziale Wunsch nach einer Emanzipation vom US-Dollar ist heute größer denn je. Wir diskutieren Hoffnungen und Hürden, die mit einem Aufstieg der chinesischen Währung verbunden sind.

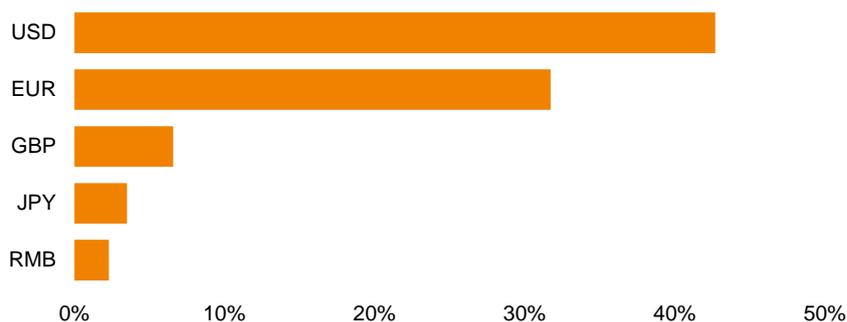
Spekulationen über den Untergang des US-Dollars tauchen so regelmäßig auf wie Meldungen über das Ungeheuer von Loch Ness, ein stichhaltiger Nachweis jenseits von Mythen ist bislang aber ebenfalls noch nicht gelungen. Ein zentrales Argument der Dollar-Verfechter ist, dass es schlichtweg an Alternativen fehlt. Das prestigeträchtige Projekt zur „Internationalisierung des Renminbis“ war Anfang des letzten Jahrzehnts mit hohen Erwartungen gestartet; es erfuhr dann aber durch die Deglobalisierung während des sino-amerikanischen Handelskriegs sowie der Covid-Pandemie schmerzhaft Rückschläge. Heute wirkt das Thema aktueller und aussichtsreicher denn je.

Längst mehr als nur Achtungserfolge

Die Schlagzeilen der letzten Monate scheinen kaum Zweifel zu lassen: Chinas Währung wird langsam, aber sicher zu einem weltweiten Zahlungsmittel. Einzelnen betrachtet handelt es sich nur um winzige Schritte, in der Gesamtheit zeichnet sich aber ein Strukturwandel ab. Einige Beispiele: Brasilien und China haben vereinbart, ihre bilateralen Handelsströme künftig nicht mehr über US-Dollar, sondern in ihren nationalen Währungen abzuwickeln. Ein französischer Energieriese hat erstmals eine LNG-Lieferung mit einem chinesischen Ölkonzern über die Rohstoffbörse in Shanghai auf Yuan-Basis abgewickelt. An den russischen Börsen ist der Renminbi (RMB) mit einem Anteil von 40% zur meistgehandelten Währung aufgestiegen und profitiert klar von der westlichen Sanktionspolitik gegen die Ukraine-Invasion. Dass der weltweit größte Rohstoffverbraucher (China) ausgerechnet mit führenden Rohstoffexporteuren den Schulterschluss sucht, kommt nicht von ungefähr. Auch der US-Dollar verdankt seine Dominanz unter anderem dem Umstand, dass der Weltmarkt für Öl und andere Rohstoffe in der Regel auf US-Dollar-Basis abgewickelt wird („Petro-Dollar“). Entsprechend engagiert arbeitet Peking daran, den „Petro-Yuan“ am Energiemarkt zu etablieren.

Auf regionaler Ebene (im ASEAN-Raum oder entlang der Neuen Seidenstraße) ist es China inzwischen gelungen, seine realwirtschaftliche Position durch die grenzüberschreitende Nutzung seiner Währung zu unterfüttern. Davon, dass diese dem Dollar die Spitzenposition streitig macht, sind wir jedoch denkbar weit entfernt. Laut SWIFT, dem führenden Netzwerk für Zahlungsverkehr, liegt der Renminbi-Anteil an grenzüberschreitenden Zahlungen aktuell bei weltweit 2,3%, verglichen mit 42,7% für US-Dollar und 31,7% für Euro. Im speziellen Segment der Handelsfinanzierungen sind es zwar immerhin 4,7% für den Renminbi und damit doppelt so viel wie vor zwei Jahren, doch auch hier ist und bleibt der Dollar der Platzhirsch (83,9%). Noch immer gibt es kaum Hinweise, dass der Renminbi für Transaktionen eingesetzt wird, an denen China nicht direkt beteiligt ist. Diese nur bilaterale Nutzung unterscheidet ihn wesentlich vom wirklich „internationalen“ Dollar.

TROTZ RASANTER FORTSCHRITTE: RMB NOCH LANGE KEIN FÜHRENDES ZAHLUNGSMITTEL
GRENZÜBERSCHREITENDE ZAHLUNGEN ÜBER SWIFT, WELTWEIT, VERTEILUNG IN %

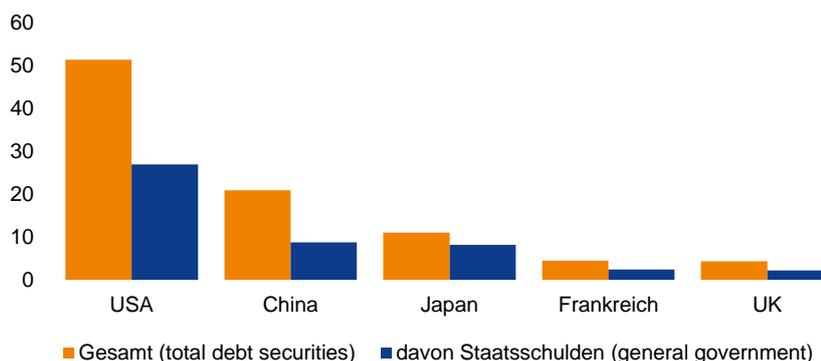


Quellen: SWIFT, RMB Tracker Mai 2023, DZ BANK

Chinas riesiger Finanzmarkt kann längst nicht alle Wünsche erfüllen

Die Perspektiven für den Renminbi als Transaktionswährung sind durchaus zukunftssträchtig, der Blick auf ihn als Mittel zur Wertaufbewahrung beziehungsweise als Reservewährung fällt eher ernüchternd aus. Schließlich nährt sich der unwiderstehliche Charme des US-Dollars auch aus der Attraktivität der US-Finanzmärkte – kann China da mithalten? Chinas Bondmarkt ist der zweitgrößte der Welt hinter den USA, und auch an Aktien gibt es reichlich Auswahl. Doch Größe ist eben nicht alles. Trotz wichtiger Fortschritte bei der Liberalisierung handelt es sich noch immer überwiegend um einen Onshore-Markt, der fest unter der Kontrolle Pekings ist. Der Zugang für ausländische Investoren, insbesondere institutionelle, wurde zwar merklich erleichtert; internationale Anleger vermissen jedoch noch immer die Rechtssicherheit und Finanzaufsicht, die sie von anderen wichtigen Märkten kennen. Auch die freie Konvertibilität der Währung ist noch nicht zuverlässig gegeben, von politischer Stabilität ganz zu schweigen. So sehr es aus Überlegungen zur Risiko-Diversifizierung auch erstrebenswert scheint, ist der Renminbi für private, nicht-institutionelle Portfolio-Engagements daher noch immer nicht ausgereift genug.

CHINAS ANLEIHEMARKT IST RIESIG – DOCH NICHT FÜR JEDEN LEICHT ZUGÄNGLICH
AUSSTEHENDE SCHULDITITEL, IN BIL. USD, Q3 2022

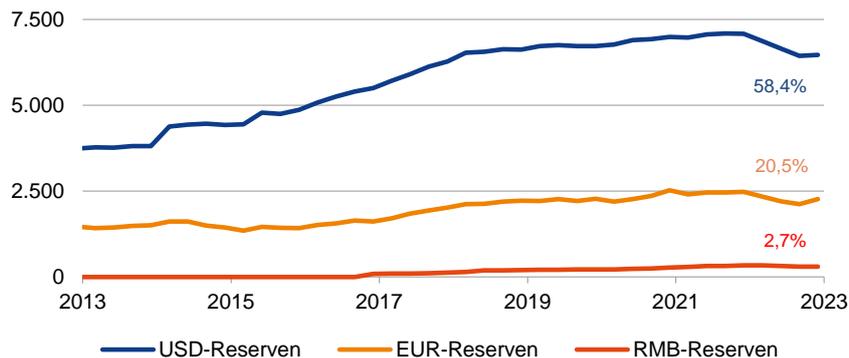


Quellen: BIZ, DZ BANK

Chinas Abhängigkeit vom Dollar lässt sich kaum auflösen

Der Wunsch nach einer Alternative zum übermächtigen US-Dollar als Reservewährung ist seit Jahren omnipräsent. Ein wichtiger Katalysator könnte hier (mittelfristig) der Aufstieg des Petro-Yuan sein. Wenn die Öleinnahmen nicht mehr ausschließlich in US-Dollar sprudeln sollten, würde diese Quelle für offizielle US-Dollar-Reserven der Ölexporture versiegen. Und dennoch dürfte dem Renminbi der Aufstieg zur weltweit führenden Reservewährung wohl verwehrt bleiben. Nicht nur die bereits skizzierten Hürden für Portfolioinvestments stehen dem derzeit noch entgegen, es gibt zwei weitere unüberwindbare Widerstände: Zu den Charakteristika einer großen Reservewährung gehört ein Leistungsbilanzdefizit des zugehörigen Landes. Nur so entsteht der nötige Kapitaltransfer, der dem Ausland die Anhäufung von Reserven überhaupt ermöglicht. Das US-Defizit ist legendär und der Schlüssel zur globalen US-Dollar-Reservehaltung. China zeichnet sich dagegen durch einen strukturellen Exportüberschuss aus, was einer Verbreitung von Renminbi-Reserven im Ausland entgegensteht. Pekings Agenda zur „Strategie der zwei Kreisläufe“ will zwar den Binnenkonsum fördern und Chinas Abhängigkeit vom Exportsektor reduzieren. Trotz einsetzendem Strukturwandel dürfte sich hieraus aber auf absehbare Zeit kein dauerhaftes Außendefizit ergeben, wie es für die Verbreitung von Renminbi-Reserven erforderlich wäre. Dazu kommt noch ein zweites Problem: Chinas Reserven sind mit rund 3.200 Mrd. US-Dollar die größten der Welt und damit richtungsweisend für eine potenzielle weltweite Abkehr vom US-Dollar. Per Definition kann jedoch kein Land seine eigene Währung als „Fremd“-Währungsreserve halten. Der erhoffte Aufstieg des Renminbis zur globalen Reservewährung kann also ausgerechnet für China selbst nicht den Ausweg aus seiner Abhängigkeit vom US-Dollar bringen.

ALS OFFIZIELLE RESERVEWÄHRUNG IST DER RENMINBI WEITERHIN UNBEDEUTEND
WELTWEIT GEHALTENE FX-RESERVEN, IN MRD. USD UND ANTEIL IN %



Quellen: IWF, Cofer, DZ BANK

Mit dem Ritterschlag wird es erst mal nichts

Die ökonomischen Verflechtungen entlang der Neuen Seidenstraße versprechen neue Skaleneffekte für die Nutzung des Renminbis, und auch der wachsende Wunsch nach einer Ent-Dollarisierung des Rohstoffmarkts rollt ihm den roten Teppich als Zahlungsmittel aus. Hier dürfte Chinas Währung weiter Karriere machen und damit die Verschiebung der politischen Machtverhältnisse untermauern. Das ist jedoch noch lange nicht gleichbedeutend mit dem Ritterschlag zur globalen Reservewährung – geschweige denn dem Ende der Hegemonialstellung des US-Dollars.



Wahrhaft zwiespältig China und der deutsche Mittelstand

Dr. Claus Niegsch, Economist

In den vergangenen zwei Jahren wurden die engen internationalen Verflechtungen Deutschlands auf eine harte Probe gestellt. Dies gilt vor allem für den Mittelstand, der zu über einem Drittel China als die Region identifiziert, von der seine Lieferketten besonders abhängig sind. Ob und welche Maßnahmen die betroffenen Unternehmen ergreifen wollen, um eine solche Mangelsituation in Zukunft vermeiden zu können, zeigt eine Sonderumfrage der DZ BANK.

Nachdem zu Beginn der Corona-Pandemie die Wirtschaft in großen Teilen der Welt stark heruntergefahren wurde, konnten viele bis dahin gut funktionierende Lieferketten nicht mehr Schritt halten mit der sich an diese Phase anschließenden dynamischen Erholung. Es kam zu beträchtlichen Lieferengpässen für Güter auf allen Wertschöpfungsebenen. Die Automobilindustrie klagte über fehlende Halbleiter, der Einzelhandel über ausbleibende Konsumgüter aus China, der Bau über knappe Baumaterialien und diese Liste ließe sich endlos fortsetzen. Dazu kam es zu Staus vor Häfen, Containermangel und rasant gestiegenen Transportkosten. Die Lieferengpässe entwickelten sich zu einer Art Dauer-Problem, das sich durch den Ukraine-Krieg weiter verschärfte.

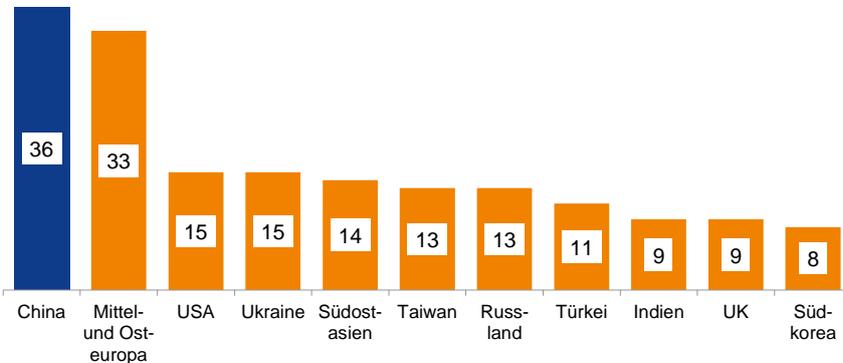
Die engen internationalen Verflechtungen der deutschen Wirtschaft wurden mit den Lieferengpässen und den wegbrechenden Absatzmärkten auf eine harte Probe gestellt. Dem konnte sich auch der deutsche Mittelstand nicht entziehen. Obwohl die Mittelständler stark auf den Inlandsmarkt ausgerichtet sind, bekamen sie die Lieferengpässe nicht nur direkt zu spüren, sondern in besonderem Maße auch indirekt – etwa über betroffene Lieferanten.

China ist wichtigste Region für den Mittelstand

Im Rahmen einer Sonderumfrage haben wir im Herbst 2022 über 1.000 Mittelständler nach ihren aktuellen regionalen Abhängigkeiten befragt und wie sich diese in den nächsten fünf Jahren verändern sollen. Ein Ergebnis dieser Sonderumfrage war, dass 36% der mittelständischen Unternehmen China als eine Region identifizierten, von der die Lieferketten der Befragten besonders abhängig sind, sowohl auf der Import- als auch auf der Export-Seite. Einen ähnlich hohen Wert erzielte mit 33% einzig noch Mittel- und Osteuropa. Bei den Vereinigten Staaten – auf Rang drei – waren es

dagegen lediglich noch 15%. Nicht zur Auswahl stand in diesem Zusammenhang Westeuropa, da der europäische Binnenmarkt von den hiesigen Unternehmen nicht als mögliches geopolitisches Risiko betrachtet wird.

DER MITTELSTAND IST AKTUELL AM STÄRKSTEN ABHÄNGIG VON CHINA
IN % DER BEFRAGTEN

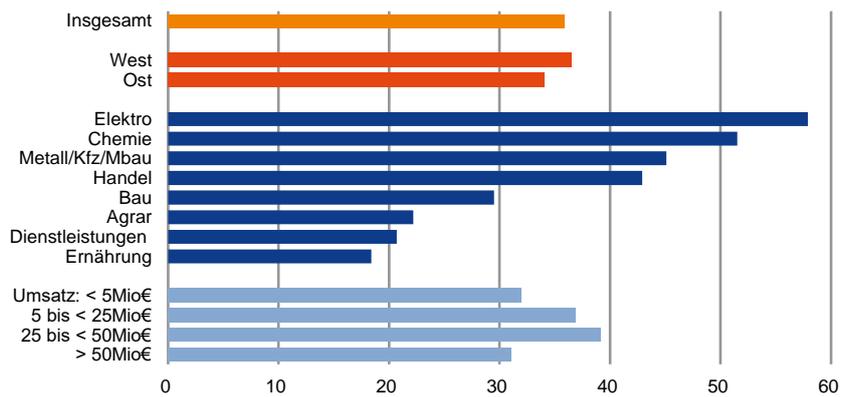


Quelle: DZ BANK; Zustimmung auf die Frage nach Regionen, von denen die Lieferketten der befragten mittelständischen Unternehmen besonders abhängig sind, ganz gleich ob Import oder Export, Mehrfachnennungen möglich.

Exportorientierte Industrien sind besonders auf China angewiesen

Weit überdurchschnittlich von China abhängig zeigten sich vor allem die Mittelständler in der Elektro- und Chemieindustrie, im Metall-, Automobil- und Maschinenbau sowie im Handel. Mit fast 60% der befragten Unternehmen am stärksten angewiesen auf den chinesischen Markt ist die Elektroindustrie, die in großem Umfang auf in China hergestellte Vor- und Endprodukte zurückgreifen muss. Aber auch mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen in der Chemie- und Pharmaziebranche gaben an, von China besonders abhängig zu sein. Nur jeweils rund 20% waren es dagegen im Agrarsektor, bei den Dienstleistungen und im Ernährungsgewerbe.

VOR ALLEM DIE MITTELSTÄNDLER IN DER ELEKTROINDUSTRIE SIND AUF CHINA ANGEWIESEN
IN % DER BEFRAGTEN

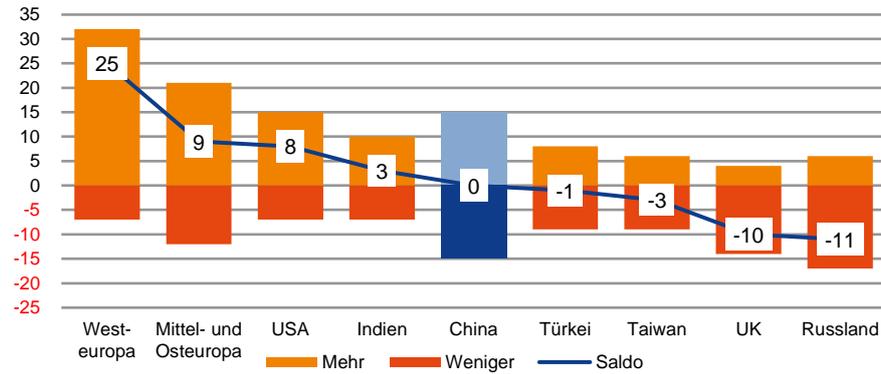


Quelle: DZ BANK

Anpassungen geplant

Damit sich dieses Problem der Knappheit zukünftig nicht wiederholt, planen viele mittelständische Unternehmen, ihre Lieferketten anzupassen. So beabsichtigt fast ein Drittel der Befragten, sich in den nächsten fünf Jahren stärker auf das hinsichtlich der Verfügbarkeit von Vor- und Endprodukten als sicher erachtete Geschäft mit den westeuropäischen Nachbarn zu konzentrieren. Immerhin knapp 7% wollen aber selbst die Rolle von Westeuropa für ihr Unternehmen zurückfahren. Dennoch lässt sich hinsichtlich Westeuropas ein eindeutiger Trend hin zu einem Rückzug auf sicher und stabil eingeschätzte Märkte beobachten.

ERWARTETE ROLLE DER REGIONEN IN DEN KOMMENDEN FÜNF JAHREN
IN % DER BEFRAGTEN



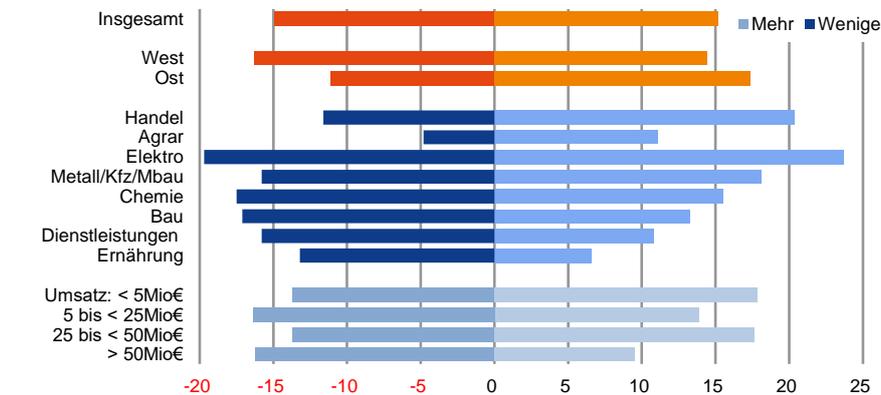
Quelle: DZ BANK; Zustimmung auf die Frage, ob diese Regionen in den kommenden fünf Jahren eher eine größere oder kleinere Rolle in den Lieferketten der befragten mittelständischen Unternehmen spielen.

Zukünftige Rolle Chinas wird zwiespältig gesehen

Große Uneinigkeit besteht im deutschen Mittelstand dagegen hinsichtlich des zukünftigen Umgangs mit China. Zwar sind sich die mittelständischen Unternehmen ihrer großen Abhängigkeit von China sehr wohl bewusst. Gleichzeitig locken aber anscheinend immer noch vergleichsweise günstige Preise für Güter und Teile aus dem Reich der Mitte sowie ein riesiger Absatzmarkt auf der Ausfuhrseite. Daher wollen wohl auch immer noch rund 15% der befragten Unternehmen ihre Lieferverflechtungen mit der Volksrepublik ausbauen. Genauso viele planen, ihre Abhängigkeit zu verringern. Eine derartig zwiespältige Sichtweise lässt sich für keine andere Region beobachten.

Mit Blick auf die Branchen sind es vor allem die mittelständischen Unternehmen in der Elektroindustrie und im Handel, die ihre Handelsbeziehungen mit China weiter ausweiten wollen. Mehrheitlich ihre Abhängigkeit von China zu reduzieren, beabsichtigen dagegen die Mittelständler im Ernährungsgewerbe, in den Dienstleistungen, im Baugewerbe sowie in der Chemie- und Pharmabranche. Bemerkenswert ist zudem, dass sich tendenziell eher die großen Mittelständler mit einem jährlichen Umsatz von über 50 Mio. Euro aus China zurückziehen wollen. Dies lässt vermuten, dass es für kleine Mittelständler ungleich schwieriger ist, sich vom Reich der Mitte loszulösen.

DIE ZUKÜNFTIGE BEDEUTUNG VON CHINA SPALTET DEN MITTELSTAND
IN % DER BEFRAGTEN



Quelle: DZ BANK

Unterschiedliche Maßnahmen

Obwohl der deutsche Mittelstand sich generell wesentlich stärker am Heimatmarkt orientiert als die Großunternehmen und Konzerne, wurde er in den vergangenen beiden Jahren stark von Lieferengpässen bei Vor- und Endprodukten getroffen. Besonders groß fallen die Abhängigkeiten dabei von China aus.

Viele Mittelständler wollen an dieser Situation etwas ändern, wobei die Wahl der Maßnahmen unterschiedlich ausfällt. Zwar sollen in den kommenden fünf Jahren zunehmend die Lieferketten in Richtung der (west-) europäischen Nachbarn ausgebaut werden. In puncto Abbau der Abhängigkeit von China zeigen sich die mittelständischen Unternehmen jedoch uneinig: Im Saldo wollen sie ihre Lieferverflechtungen mit China nicht reduzieren. Dabei haben gleichzeitig 36% der Befragten China als die Region identifiziert, bei der die größte Abhängigkeit der eigenen Lieferketten existiert. Somit wird dieses Risiko für den Mittelstand voraussichtlich auch in fünf Jahren noch bestehen.

Abgesehen von regionalen Entscheidungen gibt es aber noch weitere Maßnahmen, um das Risiko von Lieferengpässen zukünftig zu verringern. Hier konzentrieren sich die mittelständischen Unternehmen vor allem auf eine Verbreiterung des Lieferantennetzwerks und damit auf eine Diversifikation der Lieferbeziehungen. Sollte es trotz einer solchen Anpassung immer noch zu Lieferproblemen kommen, kann für eine Übergangszeit der Ausbau von Lagerkapazitäten helfen. Zudem können Läger bei der Nivellierung von Preisschwankungen unterstützen.



Diogenes und der chinesische Schatten

Dr. Jans 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 fühlt sich geehrt. Kein Geringerer als der chinesische Botschafter in Griechenland hat ihn nämlich jüngst zitiert: „Stand aside, you are blocking my sun“, sagte Xiao Junzheng beim ökonomischen Forum in Delphi im April – unverkennbar der Ausspruch, mit dem Diogenes zur Legende wurde.

Gemeint war damit: Die USA sollen zur Seite treten, damit China auch den Sonnenschein genießen kann. China identifiziert sich also mit dem mittel- und machtlosen Philosophen – wenn das nicht schmeichelhaft ist! Und die USA sehen sie als Alexander den Großen, der zwar zu seiner Zeit durchaus eine Großmacht war, aber zu Diogenes in guter Absicht kam – auch das klingt doch freundlich.

Aber nein, wahrscheinlich hat sich Herr Xiao gar nichts dabei gedacht. Das Bild passt ja auch überhaupt nicht. König Alexander hatte Diogenes damals versprochen, seinen größten Wunsch zu erfüllen, während die USA China sicherlich nichts dergleichen zugesagt haben. Und Diogenes hatte sich ganz bescheiden gewünscht: „Geh mir ein wenig aus der Sonne“, während in der Formulierung von Herrn Xiao von Bescheidenheit wenig zu spüren ist.

Richtiger wäre, dass hier zwei Giganten um den Platz an der Sonne rangeln, und das ausgerechnet dort, wo ein alter Philosoph es sich gemütlich gemacht hat. In dem Fall hielte der Philosoph es für klüger, selbst zur Seite zu rücken und sich ein neues Plätzchen zu suchen. Jetzt muss man nur noch die Giganten durch USA und China und den alten Philosophen durch Europa ersetzen, und die Schlussfolgerung wäre: Europa – mach dich klein und halte dich raus.

Aber das Bild stimmt immer noch nicht. Europa ist ja gar nicht der arme Philosoph. Es mag zwar relativ machtlos sein, aber wirtschaftlich kann sich sein Gewicht durchaus mit dem der USA und Chinas messen.

Mit der einfachen literarischen Form der Parabel ist der Situation offenbar nicht beizukommen. Läuft es womöglich auf eine klassische Tragödie hinaus – einen unauflösbaren Konflikt, der nur in einer Katastrophe enden kann?

Schon seit Längerem ist der kalte Krieg der Worte im Gang. Die USA bezichtigen China, eine autoritäre Gesellschafts- und Weltordnung anzustreben, in der staatliche Macht, Kontrolle und Sicherheit höher stehen als bürgerliche und unternehmerische Freiheitsrechte. Auf der anderen Seite verbreitet China ein Bild des Westens, das von Ungerechtigkeit, Armut, Diskriminierung, gesellschaftlicher Spaltung und Gewalttätigkeit nur so strotzt.

Und es bleibt nicht bei Worten. Beide Seiten versuchen, mit wirtschaftlichen Zuckerbroten und Peitschen ihrer Position Nachdruck zu verschaffen. China als einheitliche, gelenkte Wirtschaft setzt diese Instrumente sehr gezielt ein, während es im Westen schwerer fällt, die vielen souveränen Regierungen, privaten Unternehmen und Konsumenten auf eine Linie zu bringen. Auch die Waffen werden schon vorgezeigt, Flotten werden in Bewegung gesetzt, Stützpunkte errichtet, gezielte Provokationen ausgetauscht.

Dabei sind die drei Wirtschaftsblöcke – wie es in der globalisierten Welt eben ist – in vielfältiger Weise voneinander abhängig, und mit jedem Schritt, den sie den Konflikt weitertreiben, schaden sie sich auch selbst. Der Ökonom nennt das dann ein Negativ-Summen-Spiel. Der Philosoph nennt es eine Tragödie. In letzter Konsequenz behält derjenige die Oberhand, der die größten Verluste verkraften kann.

Im Zentrum der Spannungen steht der Streit um Taiwan, der jederzeit eskalieren kann. Die USA haben militärischen Beistand zugesichert. Entspannung kann es wohl nur geben, wenn China zurücksteckt. Rechtlich ist die Situation Taiwans leider alles andere als klar. Auf Druck der Volksrepublik haben fast alle Länder der Welt – auch die USA – deren Alleinvertretungsanspruch anerkannt und Taiwan die Anerkennung entzogen. Heute dürften das manche bereuen. Nicht nur wegen der Erfahrungen nach der Rückgabe von Hongkong genießt Taiwan international wieder mehr Sympathie.

Geschichte ist immer kompliziert und lässt verschiedene Deutungen zu. Diogenes versteht nicht, warum Staatslenker – und besonders häufig sogenannte „starke Männer“ – von der Idee besessen sind, irgendwelche vergangenen Großreiche wiederzuerichten. Man sollte doch die Geschichte einfach Geschichte sein lassen und sich stattdessen um das kümmern, was in der Gegenwart im Argen liegt. Putin ist mit der Ukraine noch voll auf dem Vergangenheits-Trip. Aber Westdeutschland hatte seinen Alleinvertretungsanspruch aufgegeben, und es ging gut aus. In Zypern stehen griechische und türkische Ansprüche zwar nach wie vor gegeneinander, aber beide Seiten halten jetzt still, und der Insel geht es besser.

Sollten sich die Spannungen weiter verschärfen, würden die Schatten, die der Konflikt auf die Welt wirft, immer dunkler. Gut möglich, dass es dann gar kein sonniges Plätzchen abseits des Kampfplatzes mehr gäbe. Am Ende müsste man sich doch hinter denjenigen der beiden Kontrahenten stellen, der einem näher steht. Aus europäischer Sicht ist wohl klar, welcher von den beiden das dann wäre.

Hinweise

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Telefon : +49 69 7447 - 01

Telefax : +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2023

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 7. Juni 2023

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **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 Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen 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 geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

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

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

5.3 Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branche(n)strategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische 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 gecovered 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 (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von

dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

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

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder 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 Wertpapiernebenendienstleistungen. 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 / Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem EESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des EESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainability (Powered by Sustainability) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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