

Inhalt

Ist das möglich?

	Dürekblick
	Rückblick
4	2022 – das Multi-Krisenjahr
8	Rückblick auf unsere Anlagestrategien
8	Vermögensverwaltung Ausgewogen / Dynamisch
9	Fonds-Vermögensverwaltung Ausgewogen / Dynamisch
11	Rückblick auf unsere Investmentfonds
11	HELLERICH Global Flexibel
14	HELLERICH Sachwertaktien
	Wirtschaft und Politik Global
16	Geopolitische Zeitenwende
16	Russland, der Verlierer?
18	China, der Herausforderer
24	Amerika, der Verteidiger
30	Gasversorgung in Deutschland
34	Inflation – kurzfristig rückläufig, langfristig ein Thema
38	Zinsschock statt Zinswende
	Journal
42	100 Prozent erneuerbare Energie in Deutschland –



4 2022 – das Multi-Krisenjahr

Die Coronapandemie, der Krieg in der Ukraine, Lieferengpässe, eine Vervielfachung der Energiepreise und nicht zuletzt schnell und stark steigende Zinsen prägten das Jahr 2022.



16 Geopolitische Zeitenwende

Schon vor dem Krieg in der Ukraine zeichnete sich ein Ende der Globalisierung ab. Die Welt ist im Umbruch begriffen, Blockbildung und Abschottung sind die neuen Themen.



42 Journal

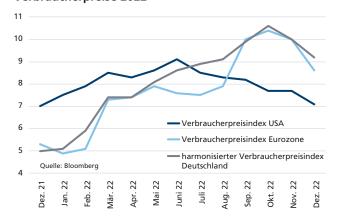
Die Energiekrise und die Energiewende in Deutschland halten das gesamte Land auf Trab. Aber kann sich Deutschland überhaupt komplett mit erneuerbarer Energie versorgen?



Die Welt kennt Krisen. Viele haben die Wirtschaft und damit auch den Wohlstand der Bürger in den letzten Jahren bedroht: Lehman-Pleite, Finanzkrise, Euroschuldenkrise, Handelskrieg und schließlich 2020 die Corona-Pandemie. Doch zwölf bis 18 Monate später stiegen die Aktien dank üppiger Geldversorgung durch die Zentralbanken meist wieder auf neue Hochs. Das Jahr 2022 läutete jedoch eine "Zeitenwende" ein. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine gefährdet das globale Gefüge. Der Westen sah sich gezwungen, Sanktionen und Embargos zu verhängen. Gravierende Schocks sind die Folge, die die Weltwirtschaft so seit Jahrzehnten nicht mehr kannte.

Die Sanktionen sowie der Gas- und Ölboykott lie-Ben die Preise in Deutschland um über zehn Prozent ansteigen. Das ist das höchste Niveau in der Nachkriegszeit. Die deutsche und andere europäische Regierungen waren von nun an im Krisenmodus. Die

Verbraucherpreise 2022



Industrie, die immer noch mit Lieferkettenproblemen kämpfte, sah sich zusätzlichen Schwierigkeiten ausgesetzt: Die Preise der Energieträger vervielfachten sich, Energie war knapp und musste eingespart werden. Energieintensive Produktionen, wie zum Beispiel Stahl oder Ammoniak, wurden teilweise stillgelegt und große Chemiewerke versuchten, Gas zu substituieren.

Die Stromversorgung in Deutschland wäre ohne Gas und Kernenergie gegenwärtig noch nicht gewährleistet. Um die Gasspeicher für den Winter zu schonen, wurde zum Höhepunkt der Einspardiskussionen sogar die Devise "Waschlappen statt Dusche" ausgegeben. Regierungsvertreter waren weltweit auf Einkaufstour, um die russischen Gaslieferungen zu ersetzen, und mussten hohe Preisaufschläge akzeptieren.

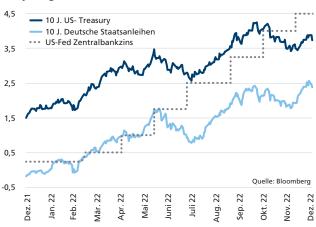
Preisentwicklung Gas und Strom seit Januar 2021



Zudem wirkt die deutsche Energiewende inflationär und ist der Versorgungssicherheit im aktuellen Umfeld nicht zuträglich. Generell wird die globale Dekarbonisierung in den nächsten Jahren einen massiven Umbruch und eine Transformation der Wirtschaft mit sich bringen. Notwendige Investitionen in Höhe mehrerer Billionen US-Dollar müssen dafür eingesetzt werden. Die Rohstoffvorkommen müssen teils erst erschlossen werden. Nicht mehr alle Rohstoffländer stehen dafür zur Verfügung, was sich auf die Preise auswirken wird.

Bei den Zentralbanken war von einer Geldpolitik der "ruhigen Hand" nichts mehr zu spüren. Die kontinuierlich steigende Inflation führte zu einem fast beispiellos schnellen Zinsanstieg. Sieben Mal erhöhte die US-Notenbank zwischen März und Dezember 2022 die Zinsen auf zuletzt 4,50 Prozent. Dies belastete insbesondere die beliebten Technologie-, Growth- und zyklischen Aktien sehr stark. So verlor der technologielastige Nasdaq 100 Index von Januar

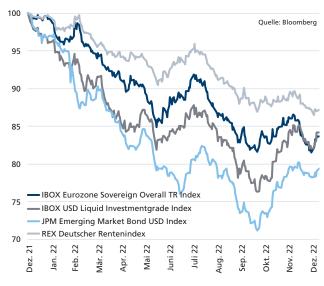
Zinsentwicklung USA und Deutschland (10-jährige Staatsanleihen u. Leitzins)



2022 bis zum Tief Anfang November über 35 Prozent. Der deutsche Aktienindex DAX musste im gleichen Zeitraum über 26 Prozent abgeben.

Auch Anleihen, die in Krisenzeiten als Hort der Stabilität gelten, waren massiv unter Druck. Mit dem schnellen Zinsanstieg brachen die Kurse der festverzinslichen Anleihen deutlich ein. Die seit Jahrzehnten erfolgsverwöhnten Bond-Anleger verloren teils mehr als Aktieninvestoren. Selbst aktiv verwaltete und in der Risikoklassifizierung mit gering bis mittel eingestufte Anleihenfonds wiesen Verluste von bis zu 20 Prozent aus. Das Wort "Bond-Crash" machte die Runde.

Rentenmärkte 2022



Der durch die Krise und den Zinsanstieg immer stärker gewordene US-Dollar beschleunigte den Preisanstieg über die importierte Inflation in der Eurozone weiter. Der Euro hingegen wurde wegen des Krieges und der Energiekrise in Europa immer schwächer und verlor von Jahresbeginn bis zum Tiefststand Ende September 16 Prozent seines Wertes. Zum Jahresende erholte sich die europäische Währung wieder.

Gold wurde zu Beginn des Krieges von Anlegern bevorzugt und wurde seinem Ruf als sicherer Hafen gerecht. Von Anfang Januar 2022 bis zum 8. März erhöhte sich der Preis für eine Feinunze Gold um knapp 14 Prozent. Danach ging es bis Anfang November wieder um 22 Prozent nach unten. Aus Sicht der Euro-Anleger konnte im Jahresverlauf immerhin noch ein Plus von sechs Prozent in Euro erzielt werden. Einige Industriemetalle, wie zum Beispiel Alu-

minium, hatten kriegsbedingt hohe Risikoaufschläge zu verbuchen. Die sich abzeichnenden Konjunktursorgen führten bei diesen Metallen per Saldo jedoch zu stark fallenden Preisen.

Preisentwicklung Metalle und Gold 2022



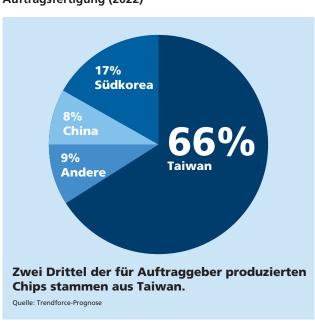
Die hohe Inflation und die verschiedenen Konjunkturhemmnisse ließen Ängste vor einer sich abzeichnenden Stagflation aufkommen. Eine stagnierende Wirtschaft, die mit hoher Inflation einhergeht, wäre gegenwärtig noch akzeptabel. Die bisher getroffenen Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung können aber zu einer echten Rezession führen, so die aktuelle Meinung. Die Aussagen der amerikanischen Notenbank Fed, verschiedene Frühindikatoren und vor allem eine inverse Zinsstrukturkurve sind schwerwiegende Indizien für eine bevorstehende Rezession. Eine inverse Zinsstruktur liegt vor, wenn die kurzfristigen Zinsen (zwei Jahre) über den langfristigen (zehn Jahre) liegen. In den USA ist das schon seit ein paar Monaten der Fall, global erst seit Kurzem. Glaubt man der Historie, dann folgt wenige Monate danach mit großer Wahrscheinlichkeit eine Rezession. Diese würde im aktuellen Fall mit einer hohen Inflation einhergehen.

US-Zinskurven - invers

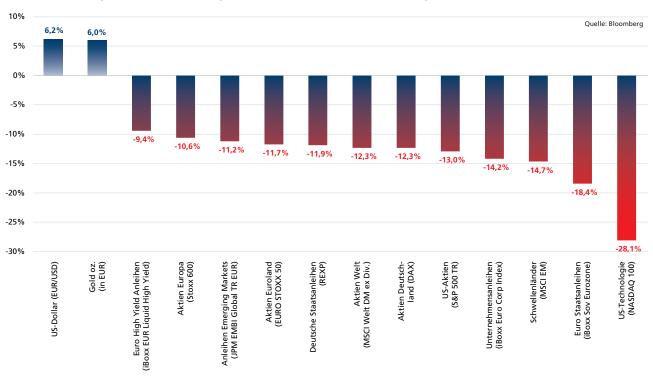


Die Herausforderungen für die Weltwirtschaft haben in den letzten Jahren eine ganz neue Dimension angenommen. Die unipolare Weltordnung, mit den USA als unangefochtener demokratischer Führungsmacht, könnte zu Ende gehen. Nicht erst seit der Regierungsperiode unter Donald Trump ist die Rivalität der Mächte sichtbar. China wird die Vereinigten Staaten wirtschaftlich überholen, die USA versuchen das zu verhindern. Der Russland-Ukraine-Krieg führt zudem zu einer neuen Blockbildung, wobei sich Russland näher an China bindet. Das bisher stabile Gebilde der unipolaren Ordnung gerät aus den Fugen, und China legt seinen Anspruch auf Taiwan unverhohlen offen. Auf dem chinesischen Parteikongress im Oktober 2022 hat Präsident Xi Jinping deutlich gemacht, dass auch Gewalt ein Mittel der Eingliederung sein könnte.

Weltmarktanteil Chip-Produktion in Auftragsfertigung (2022)



Taiwan ist insbesondere für Hochleistungs-Mikroprozessoren das Zentrum der globalen Chip-Produktion. Die USA haben inzwischen nicht nur den Export dieser Bauteile nach China verboten, sondern auch den Export von Produktionsmaschinen für die Hochtechnologie. Davon sind auch europäische Produzenten betroffen. Diese sich verändernde geopolitische Konstellation werden wir in den folgenden Beiträgen beschreiben.



Wertveränderung verschiedener Anlageklassen 2022 in EUR (seit Jahresbeginn per 31.12.2022)

Licht am Ende des Tunnels

Auch diese Multi-Krise bietet (wie immer) große Chancen und wird überwunden werden! Zahlreiche Innovationen und Technologiesprünge werden in Krisen geboren. Die Computerisierung, Digitalisierung und künstliche Intelligenz verhelfen zu einer höheren Effizienz beim Rohstoff- und Energieeinsatz. Noch nie in der Geschichte war das Engagement zur Erforschung alternativer Energien so hoch, noch nie wurde weltweit so viel Geld bereitgestellt. Noch nie war so viel menschliche und künstliche Intelligenz dafür vorhanden. Der schreckliche Krieg in der Ukraine könnte in der Geschichte den historischen Wendepunkt beim Verbrauch fossiler Energieträger markieren. Wachstum ging immer mit der Verbrennung von Kohle, Öl und Gas einher. Die Kostenexplosion wird weltweit zu einem Umdenken führen, den Bemühungen um eine Verringerung des CO2-Ausstoßes einen weiteren Schub verleihen und auch intelligente Lösungen hervorbringen.

Neben diesen (Dekarbonisierungs-)Investitionen werden gleichzeitig in den USA, in Europa und in Asien große Infrastrukturprogramme umgesetzt. Hinzu kommt, dass China von seiner strikten "Null-Covid-Politik" abrückt, was den Konsum ankurbeln dürfte. All dies wird die Wirtschaftsentwicklung unterstützen. Sehr wahrscheinlich werden die Zentralbanken ihre Geldpolitik im Jahr 2023 lockern. Das sind gute Aussichten für (geduldige) Anleger.

"Cash" war King in einem Jahr, in dem sowohl Aktien als auch Anleihen hohe Werteinbußen verzeichneten. Unsere Anlagestrategien "VV-Ausgewogen" und "VV-Dynamisch" konnten so höhere Verluste vermeiden. Dennoch blieben zum Jahresende die negativen Vorzeichen.

Cash war King

Die Kurse an den Aktien- und Anleihenmärkten sind im Jahr 2022 deutlich gesunken. In einem Jahr mit drei Krisen, Krieg, Pandemie und Inflation, konnten hauptsächlich Energieaktien profitieren. Zu Beginn des Jahres waren die Aussichten für die USA noch wesentlich besser als in Europa, wo sich der Krieg und die folgende Ener-

giekrise viel direkter und drastischer auswirkten. Allerdings traf in den

USA der Zinsanstieg die Wirtschaft nahezu gleichermaßen. Am Ende lag der US-Aktienmarkt trotz eines signifikanten Dollaranstiegs auf etwa gleicher Höhe mit dem DAX. In Deutschland und in Europa wurden viele politische Maßnahmen ergriffen, um die negativen Einflüsse abzumildern – mit Erfolg. Die Energiekrise führte zu einer Übertreibung der Strom- und Gaspreise, die sich gegen Jahresende glücklicherweise wieder normalisierten. Die Situation in China verschärfte die Lage zusätzlich. Die Null-Covid-Politik schwächte das globale Wirtschaftswachstum, und der Konflikt mit den USA und deren Sanktionen für die Chip-Industrie führte zu einem Abverkauf der Halbleiteraktien.

Die Portfolios wurden sukzessive an die neuen Rahmenbedingungen angepasst. Viele Positionen wurden bereits Anfang 2022 verkauft, um das Abwärtstempo zu verringern. Dabei sind wir einigen

Kernpositionen treu geblieben, deren Geschäftsmodelle weiterhin überzeugen. Dazu gehören die Deutsche Post, Infineon und Alphabet, die zwar hohe Rückgänge verzeichneten, aber profitieren werden, sobald sich die Konjunktur wieder aufhellt. Zu den Verkäufen zählten unter anderem Netflix, PayPal,

> Wacker Chemie, Applied Materials und E.ON. Die Aktienquote der dynamischen Mandate wur-

de damit auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau gesenkt. Besonders im schwachen Dezember konnte der Abschwung an den Börsen dadurch besser abgefedert werden.

In den ausgewogenen Mandaten war die Cash-Quote bereits seit Längerem aufgrund fehlender Attraktivität der Anleihen sehr hoch. Dies hat sich im Jahr 2022 ausgezahlt. Während viele Mischmandate auch mit festverzinslichen Papieren höhere Verluste in Kauf nehmen mussten, war die ausgewogene Strategie mit Liquidität deutlich stabiler. Die bestehende Liquidität soll im neuen Jahr in beiden Strategien sukzessive wieder investiert werden. Wir erwarten für Aktien und Anleihen mittelfristig wieder attraktive Anlagemöglichkeiten. Solange die genannten Krisenherde weiterhin bestehen, allerdings eher selektiv als in der Breite.

Das Jahr 2022 war außergewöhnlich und wird wohl eher in schlechter Erinnerung bleiben. Beinahe alle Anlageklassen verzeichneten deutliche Verluste. Die Inflation schien plötzlich "außer Rand und Band", unsere Gas- und Energieversorgung war von einem auf den anderen Tag nicht mehr sichergestellt. Auch die Klimaerwärmung schreitet weiter voran: So war 2022 in Deutschland das bisher wärmste Jahr seit Aufzeichnungsbeginn.

Der Begriff der Zeitenwende, wie ihn Bundeskanzler Scholz formulierte, kann auf die Vermögensanlage übertragen werden. Auch hier ist vieles neu zu bewerten. Die steigenden Zinsen beschäftigen uns seit 2021, weshalb wir unsere Anlagen stärker in Richtung "Value" ausgerichtet haben. Den Krieg konnte man kaum vorhersehen. Portfoliomanagement be-

steht nicht nur aus der Antizipation, sondern auch aus der richtigen Reaktion. Durch einen

Risikoabbau, den Aufbau der Kasse-Position und gezielte Umschichtungen haben wir unsere Portfolien durch diese Umbruchphase gesteuert. Dazu verkauften wir die Fonds für Schwellenländeranleihen, für Asien-Pazifik-Aktien, die Restposition "Information Technology", den chinesischen Anleihenfonds, den chinesischen Aktienfonds sowie einen Teil unseres Fonds für deutsche Mid- und Small Caps.

Durch den Kauf des "UBS MSCI USA Prime Value Faktor ETF" haben wir eine weitere Verstärkung der Value-Seite des Portfolios vorgenommen. Im Juli 2022 eröffneten wir eine erste Position im Bereich der Cybersicherheit. Diese Quote erhöhten wir im September. Auch wenn das Segment sehr stark schwankt und der Aufwärtstrend zeitweise verlassen wird, wird die Nachfrage nach Cybersicherheit massiv wachsen. Sie ist einer der Megatrends, den wir auch in unserer Strategie "Fonds-VV Dynamisch" be-

rücksichtigen. Der Schaden, der jährlich durch Cyberangriffe entsteht, betrug im Jahr 2022 al-

lein in Deutschland rund 250 Milliarden Euro! Der Branchenverband Bitkom hat ermittelt, dass im letzten Jahr 84 Prozent der deutschen Unternehmen betroffen waren. Die sogenannte hybride Kriegsführung, bei der wichtige Infrastruktur und staatliche Einrichtungen bis hin zu Regierungsservern angegriffen werden, erfordert enorme Investitionen in Sicherheit. Cybersecurity ist eines der spannendsten langfristigen Anlagethemen überhaupt.

Zum 31.12.2022 sind wir mit rund 50 Prozent in Aktien investiert.

Value verlieh Stabilität

Auch für die Anlagestrategie "Fonds-VV Dynamisch", die spannende Zukunftsthemen und Megatrends abbildet, galt die Devise: Ein hoher Kassenbestand federt Verluste ab.

Der "WisdomTree Cybersecurity-ETF" ist auch in diesem Portfolio enthalten. Die Energiewende und die Dekarbonisierung, mit Investitionen von vielen Billionen US-Dollar, werden in der nächsten Dekade zum größten Umbruch seit der Industrialisierung führen. Staaten und Privatwirtschaft arbeiten mit großem Aufwand, um die Klimaerwärmung zu begrenzen. Für Anleger ergeben sich hieraus viele hochinteressante Investitionsmöglichkeiten zum Beispiel im Bereich der erneuerbaren Energien und E-Mobilität. Unser Investment in den "Pictet-Clean Energy" deckt nicht nur die Gewinnung sauberer Energie ab, sondern auch Unternehmen, die effiziente Fertigungsprozesse zur Energieeinsparung entwickeln.

Weitere Themen sind Smart Mobility, Green Buildings und intelligente Strominfrastruktur.

Zukunftsthemen mit großen Schwankungen

Für den Bereich der Batterietechnologien setzen wir den "L&G Battery Value-Chain ETF" ein. Der Fonds investiert in die Entwicklung von Speichertechnologien, in Batteriehersteller, aber auch in Bergbauunternehmen, die die dringend benötigten Materialien für Speichertechnologien fördern.

Auch Gesundheit zählt zu den Megatrends. Die Alterung der Gesellschaft, die hohe Ausgabenbereitschaft für die Vorsorge und der steigende Wohlstand in Asien sind der Motor dieses anhaltenden Trends. Nicht nur in der Pharma- und Biotechnologie finden laufend neue Entwicklungen statt, auch in der Me-

dizintechnik (z. B. Computerdiagnose, Telemedizin, Fernoperationen) werden neue Pfade beschritten. Aktuell konzentrieren wir uns auf das Segment der Biotechnologie. Hierzu haben wir in den "MEDICAL BioHealth-Trends" investiert, dessen Portfoliounternehmen vielversprechende Entwicklungen für die Onkologie in der Zulassungsphase haben. Das sind oft kleinere Unternehmen, die mit neuen Medikamenten als interessante Übernahmekandidaten der Konzerne gelten.

Die Strategie "Fonds-VV Dynamisch" kann bis zu 100 Prozent in Aktien und zu einem Teil auch in Industriemetalle investieren. Mit der Konzentrati-

> on auf Zukunftsthemen und Megatrends wird auch in Unternehmen investiert, die aufgrund der positiven Zukunfts-

einschätzungen teilweise sehr hohe Bewertungen aufweisen können. Reduzieren die Anleger in einem unsicheren Marktumfeld ihre Risikobereitschaft, kann dies zu merklichen Rückschlägen führen. Wir haben daher auch in dieser dynamischen Strategie die Aktienquote deutlich gesenkt. Die Cash-Quote betrug zum Jahreswechsel 30 Prozent. Im Vergleich zur amerikanischen Technologiebörse Nasdaq (-32 Prozent in US-Dollar), die solche Zukunftstechnologien abbildet, schlug sich unsere Strategie viel besser. Auf Sicht von zwölf Monaten rechnen wir mit einer deutlichen Erholung.

Rückblick Investmentfonds
HELLERICH Global Flexibel

Das vergangene Jahr ist als eines der schlechtesten Jahre in die Geschichte eingegangen: Der Krieg in der Ukraine, die steigende Inflation, Versorgungsengpässe und die Corona-Pandemie traten gleichzeitig auf und bedingten sich gegenseitig. Mit der schnellsten Zinserhöhung seit den 1970er Jahren begegnete die amerikanische Notenbank Fed der Inflation. Die steigenden Zinsen führten parallel auf dem Aktien- und Anleihenmarkt zu immensen Kursverlusten – bei Anleihen mit längeren Laufzeiten teils überdurchschnittlich hoch. Eine hohe Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist sehr selten und wirkte sich entsprechend negativ auf die Wertentwicklung der Mischfonds aus. Die Abkehr von der zuvor sehr lockeren Geldpolitik verdüsterte vor allem die Aussichten der Wachstumsunternehmen. Der SPAC-Boom (SPAC: Special Purpose Acquisition Company) endete, die IPO- und Krypto-Euphorie ebenso und selbst sehr solide Unternehmen verbuchten deutliche Wertabschläge.

In unserer Anlageklassenauswertung schnitten europäische Staatsanleihen mit einem Rückgang von 18,4 Prozent am schlechtesten ab. Das ist sehr ungewöhnlich in einer von Krisen geprägten Marktphase. Der Zinsanstieg traf Anleihen insgesamt überdurch-

schnittlich stark, das zeigt auch das schwache Anlageergebnis europäischer Unternehmensan-

leihen (minus 14,2 Prozent). In diesem Umfeld konnten auch Aktien nicht glänzen. Mit einem Verlust von mehr als neun Prozent allein im Dezember rutschte der S&P 500 Index um insgesamt 13 Prozent ab und damit auf den vorletzten Platz vor den Schwellenländeraktien. Noch bis Mitte August 2022 lag das Börsenbarometer in Euro gerechnet im positiven Bereich, während der Dax bereits 15 Prozent verloren hatte. Mit der eintretenden Dollarschwäche und weiteren Kursrückgängen lag der Dax auf Jahressicht mit minus 12,3 Prozent knapp vor seinem amerikanischen Pendant. Die meisten anderen Indizes, Anleihen und

Aktien, wiesen Verluste von rund zehn Prozent auf. Besonders hervorzuheben war der britische Aktienmarkt. Gemessen am FTSE 100 büßte er aufgrund der im Vergleich hohen Gewichtung von Aktien aus dem Rohstoff-Segment nur 0,6 Prozent ein. Im ver-

gangenen Jahr erreichten Rohstoffaktien den mit Abstand höchsten Wertzuwachs. Daneben

erwiesen sich einzig der US-Dollar, Gold (plus sechs Prozent) oder eine positive Kontokorrentverzinsung

als nominal werterhaltend.

Der HELLERICH Global Flexibel litt unter dem allge-

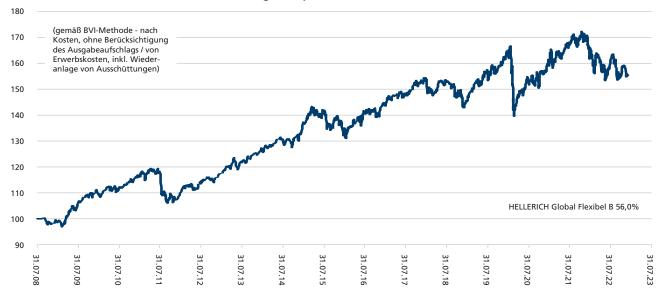
Kritisches Jahr für Mischfonds

meinen Abwärtstrend, schnitt aber mit minus neun Prozent wesentlich besser ab als andere vermögensverwaltende Mischfonds. Dazu haben mehrere strategische Entscheidungen beigetragen: 1. Die ausgewählten Anleihen hatten eine sehr geringe Laufzeit, eine hervorragende Bonität und eine US-Dollar-Absicherung. 2. Die Aktienquote war bewusst niedrig

gewählt worden. 3. Volatile Werte wurden frühzeitig verkauft, was das Risiko reduzierte. Den höchsten Beitrag zur Wertentwicklung leistete die Deutsche EuroShop AG aufgrund des Übernahmeangebots der Mehrheitseigentümer. Der Aufschlag betrug etwas mehr als 40 Prozent. Sehr erfreulich war zudem die Entwicklung der Deutschen Telekom und der Deutschen Börse, die jeweils zweistellige Zuwächse verzeichneten, obwohl deutsche Aktien zu den Verlierern des Jahres zählten. Die hoch gewichtete clearvise AG zählte ebenso zu den Gewinnern wie der amerikanische Gesundheitswert Johnson & Johnson. Mit deutlichen Abschlägen beendeten die Deutsche Post, Alphabet, Infineon und Blue Cap das Jahr 2022. Unser Investment in Gold trug positiv zur Entwicklung bei.

Im kommenden Jahr ist weiterhin mit Gegenwind zu rechnen. Die Inflation wird sich zwar abschwächen, aber noch nicht auf ein "normales" Maß zurückkehren. Der Zinspfad wird weniger steil sein, aber die höheren Zinsen bleiben zunächst bestehen. Die Unternehmen werden in einem schwächeren Konjunkturumfeld bei gleichzeitig höheren Kapitalzinsen vor großen Herausforderungen stehen. Unklar ist, wie sich der Krieg entwickeln wird und welche geopolitischen Risiken damit verbunden sein könnten. Die Energiekrise in Europa ist weiterhin ungelöst und birgt größere Rezessionsgefahren. Nur eine Entspannung der beschriebenen Situation wird einen Aufwärtsschub auslösen können, insbesondere natürlich eine unterstützende Notenbankpolitik. Es wird vor allem darauf angekommen, wann und wie schnell die Inflationsrate sinkt.

HELLERICH Global Flexibel B Wertentwicklung in % per 31.12.2022



HELLERICH Global Flexibel B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2022 gemäß WpDVerOV

Zeitraum										Wert
Am Tag der Anlage (bis einschließlich 31.01.2014) bei Zahlu Am Tag der Anlage (ab 01.02.2014) bei Zahlung von Banks						bis zu				-5,2%
31.12.2012 - 31.12.2013										8,1%
31.12.2013 - 31.12.2014										5,5%
31.12.2014 - 31.12.2015										4,0%
31.12.2015 - 31.12.2016										3,9%
31.12.2016 - 31.12.2017										6,8%
31.12.2017 - 31.12.2018										-6,2%
31.12.2018 - 31.12.2019										13,6%
31.12.2019 - 31.12.2020										-3,2%
31.12.2020 - 31.12.2021										8,6%
31.12.2021 - 31.12.2022										-9,0%
Wertentwicklung in Kalenderjahren per 31.12.	.2022 ger	mäß BVI-l	Methode							
	2022 9,0%	2021 8,6%	2020 -3,2%	2019 13,6%	2018 -6,2%	2017 6,8%	2016 3,9%	2015 4,0%	2014 5,5%	2013 8,1%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)										5,3%
Maximaler Verlust										-16,3%

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquellen für Fondspreise sind die Attrax Financial Services S.A. und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.

Die bestimmenden Faktoren des vergangenen Jahres waren der Krieg, die Inflation, der Zinsanstieg und der USA-China-Konflikt. Auf den russischen Angriffskrieg folgte ein Einbruch an den Aktienmärkten. Es war ein Jahr großer Verluste, vor allem für Wachstumswerte und technologielastige Anlageportfolios. Im Vergleich schnitten defensive Aktienstrategien und auch der HELLERICH Sachwertaktien mit geringeren Verlusten ab. Die meisten Aktienindizes beendeten das Jahr mit zweistelligen Rückgängen.

von Vorteil

In einem solchen Krisenszenario sind typischerweise defensive Sektoren wie Gesundheitswesen, Versorger und nicht-zyklischer Konsum gefragt. Im Pandemiejahr 2020 war dies nicht der Fall, aber im Jahr 2022 ist es nun so eingetreten. Allerdings wirkten sich die negativen Einflussfaktoren auf alle Unternehmen aus und es profitierten vor allem Aktien der Öl- und Gasbranche. Diese wiesen mit großem Abstand die beste Wertentwicklung auf.

Der HELLERICH Sachwertaktien gehörte mit einem Ergebnis von minus 9,8 Prozent zu den Aktienfonds mit den geringsten Verlusten des Jahres. Damit bestätigt sich erneut die Stärke unserer Anlagestrategie

in einem schwierigen konjunkturellen Umfeld. Mit der Umstellung von einer streng guantitativ-basierten Auswahl auf

einen Investmentprozess mit mehr Spielraum für eine individuelle Selektion innerhalb des Anlageuniversums ist der Fonds für künftige Herausforderungen gut gerüstet. Auch die Abkehr von einer Gleichgewichtung der Weltregionen bietet mehr individuelle Gestaltungsmöglichkeiten in der Strukturierung. Die Nachhaltigkeitsstrategie wird Anfang 2023 nochmals gestärkt, indem die wichtigsten negativen Nachhaltigkeitsfaktoren in den Investmentprozess einbezogen werden. Die sogenannten "Principal Adverse Impacts" (PAI) münden in harte Ausschlusskriterien, die bislang schon berücksichtigt wurden. Nun sind sie auch formell im neuen Verkaufsprospekt beschrieben und werden in den kommenden Halbjahres- und Jahresberichten veröffentlicht.

Den höchsten Performancebeitrag lieferten US-Aktien, gefolgt von kanadischen Titeln und auch japanische Aktien erzielten im Durchschnitt eine positive Wertentwicklung. Umgekehrt war der Beitrag Schweizer Aktien sowie britischer und australischer Werte negativ. Die Währungseinflüsse glichen sich in etwa aus. Der US-Dollar und der Schweizer Franken werteten gegenüber dem Euro auf und verbuchten Währungsgewinne. Die übrigen im Fonds enthaltenen Währungen wurden billiger, wie beispielsweise der Yen und das britische Pfund. Bei den Einzeltiteln zeigten die Aktien des Nahrungsmittelriesen Gene-

> ral Mills, des Arzneimittelgroßhändlers AmerisourceBergen dienstleisters Galenica

höchsten Wertbeitrag. Im Gegensatz dazu bremsten vor allem der britische Supermarkt Tesco, der Hörgerätehersteller Sonova und der Kosmetikkonzern L'Oréal die Wertentwicklung.

Defensive Ausrichtung und des Schweizer Pharma-

> In einem schwierigen konjunkturellen Umfeld dürften Sachwertaktien erneut überdurchschnittlich abschneiden. Der besondere Fokus auf Güter des täglichen Bedarfs sowie die relativ stabilen Geschäftsmodelle der Versorger und der Telekommunikationsanbieter sollten dazu beitragen. Eine breite Diversifikation, auch durch den Anteil japanischer und anderer asiatischer Titel, bietet vielfältige Chancen für unser aktives Management.

HELLERICH Sachwertaktien B Wertentwicklung in % per 31.12.2022



HELLERICH Sachwertaktien B – Wertentwicklung in 12-Monats-Zeiträumen per 31.12.2022 gemäß WpDVerOV

Zeitraum										Wert
Am Tag der Anlage bei Zahlung eines Agios (bis zu 5,0%) / Kaufspesen (ca. 0,2%) ggf. bis zu									-5,2%	
31.12.2012 - 31.12.2013										17,7%
31.12.2013 - 31.12.2014										18,4%
31.12.2014 - 31.12.2015										16,4%
31.12.2015 - 31.12.2016										4,8%
31.12.2016 - 31.12.2017										3,5%
31.12.2017 - 31.12.2018										-8,2%
31.12.2018 - 31.12.2019										11,1%
31.12.2019 - 31.12.2020										-10,9%
31.12.2020 - 31.12.2021										12,1%
31.12.2021 - 31.12.2022										-9,8%
Wertentwicklung in Kalenderja	ahren per 31.12	.2022 gem	äß BVI-Meth	node						
seit Aufl. (07.04.2009) 120,0%	2022 -9,8%	2021 12,1%	2020 -10,9%	2019 11,1%	2018 -8,2%	2017 3,5%	2016 4,8%	2015 16,4%	2014 18,4%	2013 17,7%
Seit Auflage: Volatilität (Schwankungsbreite)									10,2%	
Maximaler Verlust										-26,6%

Es können für den Anleger Depotkosten entstehen, welche die Wertentwicklung mindern. Datenquellen sind Attrax Financial Services SA, cleversoft group GmbH und Bloomberg. Alle Kennzahlen basieren auf Euro-Performancedaten. Die HELLERICH GmbH übernimmt keinerlei Haftung für die Richtigkeit der hier dargestellten Inhalte und Daten.



Es war Putins Idee, die Ukraine "zu befreien" und damit das sogenannte Kiewer Rus, ein mittelalterliches Großreich, wieder aufleben zu lassen. Die frühere Sowjetunion verstand sich als ebenbürtige Macht gegenüber den Vereinigten Staaten. Die Weltordnung war bipolar und China lag noch zurück. Doch in diesem Krieg geht es um mehr, es geht um zwei gegensätzliche Prinzipien der internationalen Politik: Dem Primat der militärischen Macht steht die moderne Überzeugung gegenüber, dass die Menschheit nur überlebt, wenn sich alle an verbindliche Regeln halten.

Militärisches Machtprinzip versus Rechtsstaatlichkeit

Am Beispiel der Erdgaslieferungen wurde schnell offensichtlich, dass Regeln und Verträge im Kriegsfall nichts mehr wert sind. Damit sich Europa und der Westen nicht einmischen, dienten sie als Drohkulisse. Insbesondere Deutschlands Abhängigkeit sollte als Pfand für Neutralität dienen. Doch: "Putin hat sich getäuscht: über den Mut der Ukrainerinnen und Ukrainer, über Europa, über uns, über den Charakter unserer Demokratien, über unseren Willen, uns zu widersetzen gegen Großmachtwahn und Imperialismus", erklärte Olaf Scholz am 14. Dezember 2022 im Bundestag.

Inzwischen ist Europa bereits von russischen Energielieferungen unabhängig. Im Jahr 2021 kam noch mehr als ein Drittel der Ölimporte aus Russland. Bis September 2022 verringerte sich dieser Wert bereits auf 20 Prozent. Im neuen Jahr 2023

werden den Planungen der Bundesregierung zufolge alle Importe ersetzt sein. Auch die Gasimporte sind kein Druckmittel mehr, da die Direktimporte nach Deutschland bereits eingestellt sind.

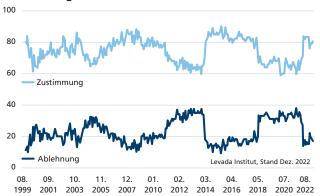
Es bleibt die Drohkulisse einer atomaren Auseinandersetzung und damit einer globalen Eskalation, die jedoch selbst Putin nicht heraufbeschwören möchte. Der Westen ist sich in dieser Hinsicht erstaunlich einig. Putin darf diesen Angriffskrieg nicht gewinnen. Zu groß wären die Folgen für das internationale Machtgefüge. Der Krieg darf keine Blaupause für andere Autokraten wie zum Beispiel Chinas Xi Jinping sein, der gedroht hat, Taiwan notfalls mit Gewalt ins Mutterland zu holen.

Es ist zu früh zu hoffen, dass Putins Macht mit dem aufreibenden Kriegsverlauf bröckeln könnte, obwohl sich die Stimmung über den Krieg verändert. Online-Umfragen der russischen Internetzeitung Meduza¹ zufolge waren im Oktober nur noch 25 Prozent der Befragten dafür, den Krieg fortzusetzen, mehr als jeder Zweite (58 Prozent) war über den Kriegsverlauf sehr besorgt. Dieser Meinungsumschwung wird aber nicht zu Umsturzversuchen führen, denn die Zustimmungswerte für Putin selbst sind sehr hoch.² Dass Russland seine Armee nun auf 1,5 Millionen Soldaten aufrüsten will, wird zu neuen Ausreisewellen potenzieller Wehrpflichtiger führen. Wie schon während der letzten Mobilisierung, mit dem Ziel 300.000 Soldaten zu rekrutieren, wird sich der Druck auf die politische Führung verstärken. Russland erlebt einen schmerzlichen "Braindrain", bei dem Wirtschafts-, IT- und Fachkräfte zu Hunderttausenden bereits das Land verlassen haben.

Sollte Präsident Wladimir Putin jedoch gestürzt werden, ist aktuell nicht damit zu rechnen, dass sich die Situation zum Guten wendet. Es gibt zwei potenzielle Nachfolger, Jewgenij Prigoschin und Ramsan Kadyrow, einen (brutalen) Tschetschenenführer. Putin ernannte Kadyrow im Oktober 2022 zum Generaloberst, das ist der zweithöchste Rang in der russischen Armee. Prigoschin, auch "Putins Koch" genannt, ist der Gründer der berüchtigten Söldnertruppe Wagner. Er bezeichnet sich als Stimme des Volkes und hat zuletzt die russischen Oligarchen kritisiert. Auf seinem Telegram-Channel schrieb er: "Solange ihre Kinder nicht in den Krieg ziehen, wird es keine vollständige Mobilisierung des Landes geben."

Der Krieg wird Russland auf Jahrzehnte hinaus schwächen. Die lukrativen Geschäftsverbindungen mit dem Westen sind aufgelöst und die Sanktionen werden lange wirken. Russisches Öl und Gas werden weit unter Weltmarktpreisen verkauft. Noch schmerzlicher ist jedoch der Verlust der Intelligenzia, die Abwanderung der Spezialisten, der Verlust von Know-how, das westliche Unternehmen ins Land brachten. Aber auch ein anderes Problem wird sich nach Kriegsende noch auftun: die Rekrutierung von Schwerverbrechern aus den Gefängnissen, die nach einer Rückkehr vom Krieg kriminelle, mafiöse Strukturen aufbauen könnten, bestens ausgerüstet mit Waffen und Kontakten. Ganz zu schweigen von den





traumatisierten und verkrüppelten Soldaten, die von der Gesellschaft zu tragen sind. Beobachter gehen davon aus, dass Russland mittlerweile über 100.000 Soldaten im Kampf verloren hat und damit bereits doppelt so viele wie die USA während des fünfjährigen Vietnamkriegs.

Friedensverhandlungen werden kommen. Solange jedoch ein Gleichgewicht herrscht und die Fronten nicht bedeutend verändert werden, wird keine Seite in ernsthafte Verhandlungen eintreten. Je länger dieser Stellungskrieg anhält, desto größer wird die Kriegsmüdigkeit, auch bei den westlichen Unterstützern. Ein sogenannter "Frozen Conflict" würde die Geopolitik auf Jahre hinaus beschäftigen und zu einem neuen Kalten Krieg führen. Der laufende Sanktions- und Gegensanktionsmechanismus würde in ein neues Stadium eintreten und möglicherweise vermeintlich neutrale Partnerländer Russlands wie China einbeziehen. Das wären schlechte Aussichten für den Welthandel, die Preise, das Wachstum und unseren Wohlstand. Darauf gehen wir im nächsten Artikel ein.

Für den Westen gibt es nur ein Ziel: Der Aggressor muss gestoppt und in seine Schranken/ Grenzen verwiesen werden. Das alte Primat der militärischen Macht darf nicht über die Verbindlichkeit von internationalen Regeln siegen und damit Blaupause werden. Alles andere würde ein düsteres Bild für die Zukunft malen.

¹ https://meduza.io/ (Internetzeitung von Galina Timtschenko)

² https://www.levada.ru/en/ratings

Grenzüberschreitender Handel sollte die gegenseitigen Beziehungen stärken und Menschen einander näherbringen. Im Westen glaubte man, mit Waren und Dienstleistungen auch das Demokratieverständnis und den Mehrwert einer rechtsstaatlichen Ordnung exportieren zu können. Dieser Gedanke war nachvollziehbar. Nach dem Fall des Eisernen Vorhangs wurden zahlreiche Handelsabkommen geschlossen, der globale Warenaustausch erlebte eine Blütezeit. China öffnete sich immer mehr, nicht nur die Metropolen erstrahlten im Glanz des Wandels. Die aktuellen Entwicklungen machen deutlich, dass diese Hoffnung trügerisch war.

Chinas Aufstieg erschüttert die Machtverhältnisse

Chinas weltpolitischer Aufstieg erschüttert regional wie global etablierte Machtverhältnisse und stellt westliche Ordnungsvorstellungen in Frage, so die Stiftung Wissenschaft und Politik.¹ Der Aufstieg hatte in den 1980er-Jahren begonnen und wurde mit der Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation 2001 beschleunigt. In der Zeit nach Staatspräsident Mao Zedong öffneten Deng Xiaoping und seine Nachfolger das abgeschottete Land und China wurde zum Wachstumsstar.

Ab 1980 stieg das Bruttoinlandsprodukt teils um mehr als zwölf Prozent jährlich. Durch große Direkt-

investitionen entwickelte sich China immer mehr zum Technologiestandort. Xi Jinping öffnete ab 2014 auch den chinesischen Kapitalmarkt (Aktienmarkt, Währung, Börsenkooperationen). Die deutsche Industrie, besonders die Autoproduzenten, investierten schon zuvor riesige Summen.

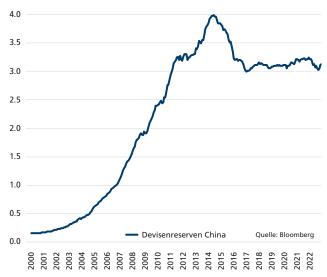
Millionen Menschen wurden aus der Armut befreit und die Mittelschicht ist auf 163 Millionen² Bürger angewachsen. Das sind mehr Menschen als in den USA. Westliche, insbesondere deutsch Autos und europäischer Luxus waren gefragt. Volkswagen stieg im Jahr 2016 zum weltgrößten Automobilhersteller auf, weil das Unternehmen vom großen chinesischen Absatzmarkt profitierte. Auch chinesische Unternehmen wie Tencent, Alibaba, Moutai und viele mehr

¹ https://www.swp-berlin.org/publikation/der-aufstieg-chinas-und-das-neue-strategische-konzept-der-nato



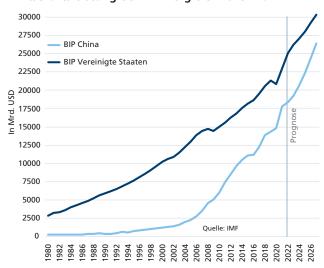
wurden Global Player. Huawei entwickelte sich zum globalen Technologieführer für Telekom-Ausrüstung. Das Land wurde reich und konnte durch den Export die weltgrößten US-Dollarreserven anhäufen. Mit dem Aufstieg änderte Xi Jinping die Außenpolitik: Das Ziel ist nicht nur die wirtschaftliche Macht, China soll seine historische Bedeutung wiedererlangen.

Chinas Devisenreserven in Billionen US-Dollar



Bis zum 100-jährigen Gründungsjubiläum 2049 die technologische Vorherrschaft erreicht sein. Darauf zielen Chinas Fünfjahrespläne ab.

Wirtschaftsleistung USA im Vergleich zu China4

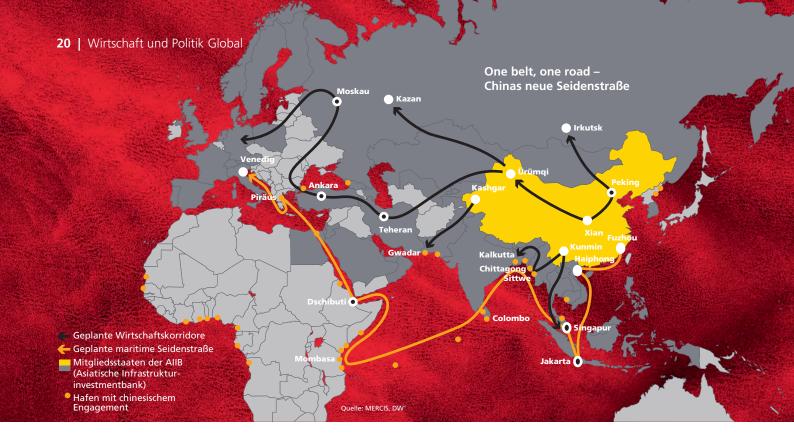


In einigen Bereichen, wie der Gesichtserkennung und der künstlichen Intelligenz, scheint dies bereits gelungen zu sein. Laut dem Berliner China-Forschungsinstitut "Merics" gab das Land bereits 2019 zehnmal mehr Geld für den Bereich Quantenforschung aus als die Vereinigten Staaten.⁵ Die meisten Supercomputer stehen in China und bei Mikrochips wurden 2022 große Fortschritte erreicht. Die Devise lautet: Wer die Technologieführerschaft hat, steht an der Spitze der Nationen.

³ https://walkthechat.com/a-look-into-163-million-new-middle-class-in-china/

⁴ https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/USA/CHN

⁵ https://www.tagblatt.ch/leben/umstrittenes-rezept-wie-china-es-binnen-eines-jahrzehnts-geschafft-hat-sich-von-der-werkbank-der-welt-zum-technologiefuehrer-zu-entwickeln-ld.2358815



Chinas Jahrhundertprojekt "Neue Seidenstraße" (One Belt, One Road)

Die "Neue Seidenstraße" knüpft an das Netz der über 2000 Jahre alten Handelswege zwischen Asien und Europa an. Entlang der historischen Routen werden mit Chinas Hilfe Straßen, Eisenbahnlinien, Häfen, Flughäfen und Logistikzentren gebaut. China stellt dafür umgerechnet eine Billion US-Dollar zur Verfügung – nie wurde mehr für ein Infrastrukturprojekt ausgegeben. Rund 140 Länder sollen davon profitieren. Durch den Einkauf in Schlüsselindustrien und Infrastruktur wird das Land zu einem bestimmenden Faktor in den jeweiligen Staaten. Als Kreditnehmer Chinas enthalten sich die Länder jeglicher Kritik und stimmen in internationalen Organisationen chinafreundlich ab.

Chinas große Zukunftsstrategie – "Made in China 2025" (MIC25)⁶

Bis 2049 soll China die führende Industrienation der Welt werden. "Made in China" soll durch hohes Produktionsniveau zu einem internationalen Qualitätsstandard werden. Durch eine wachsende Innovationsfähigkeit sollen alle industriellen Systeme und Technologien autark erstellt werden.

In den folgenden zehn Industriebereichen will China bis zum 100-jährigen Jubiläum 2049 die führende Industrienation der Welt sein:

- Informationstechnologie der n\u00e4chsten Generation
- 2. Computergesteuerte High-End-Maschinen und -Roboter
- 3. Luft- und Raumfahrtausrüstung
- 4. Maritime technische Ausrüstung und Hightech-Schiffe
- 5. Moderne Ausrüstung für den Schienenverkehr
- Energieeffiziente Fahrzeuge und Fahrzeuge mit alternativer Antriebstechnik
- 7. Energieanlagen
- 8. Landwirtschaftliche Geräte
- 9. Neue Materialien
- 10. Biomedizin & medizinische Hochleistungsgeräte

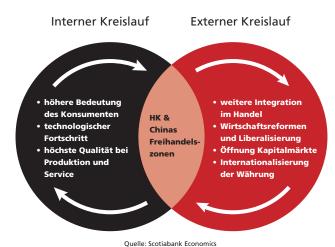
Chinas Abkopplung – Dual Circulation

Um unabhängig zu sein, möchte Präsident Xi Jinping die Exportlastigkeit seines Landes verringern, gleichzeitig aber nicht auf den globalen Handel verzichten. Dies kommt im Konzept des "doppelten Wirtschaftskreislaufs" (Dual Circulation⁷) des 14. Fünfjahresplans zum Ausdruck.

Beim inneren Wirtschaftskreislauf geht es um einen höheren Binnenkonsum, der die Exportlastigkeit reduzieren und das Land unabhängiger machen soll.

 $^{7\ \} https://www.gtai.de/de/trade/china/wirtschaftsumfeld/china-treibt-unabhaengig-keit-vom-ausland-voran-575080$

Dual Circulation⁸



 Beim äußeren Kreislauf geht es um den Aufbau einer innovationsgetriebenen Wirtschaft, die die äußeren Handelsströme bedient. Daneben sollen starke lokale, international wettbewerbsfähige Unternehmen aufgebaut werden. Die Kreisläufe sollen sich gegenseitig ergänzen und fördern.

Zur Unabhängigkeit gehört auch die Sicherung der benötigten Rohstoffe. Dazu verfolgt China eine "Zwei-Säulen-Strategie". Zum einen soll die heimische Rohstoffgewinnung mehr Bedeutung erlangen, zum anderen soll der Zugang zu Rohstoffen, die China importieren muss, durch Auslandsinvestitionen verbessert werden. Auch das Projekt "Neue Seidenstraße" lässt sich hier einordnen.

Exkurs: China mit Alleinstellungsmerkmal bei strategischen Rohstoffen

Ein Großteil der Rohstoffe, die weltweit benötigt werden, liegen in China. Bei 13 der 35 als kritisch identifizierten Rohstoffe ist China größter Lieferant der USA. 10 80 Prozent 11 des amerikanischen Verbrauchs seltener Erden stammen von dort. Ohne diese chemischen Elemente ist die Produktion von Hightech-Produkten nicht möglich. China hat damit ein großes Pfand in der Hinterhand und kann, beziehungsweise wird, dies auch in Handelskonflikten einsetzen.

Chinas Technologietransfer

Der Technologietransfer soll auf zwei Ebenen stattfinden:

Investition in Technologieunternehmen im Ausland, mit deren Hilfe Know-how erworben werden kann. Ein Beispiel ist der Kauf des führenden europäischen Industrieroboterherstellers Kuka. Beim Gesamtwert aller Transaktionen liegt China nur im niedrigen einstelligen Bereich, doch nicht die Masse, sondern die Qualität zählt. Auch Startups waren bei chinesischen Fonds sehr gefragt. Durch die Entwicklung der letzten Jahre wurden selbst die europäischen Regierungen sensibilisiert

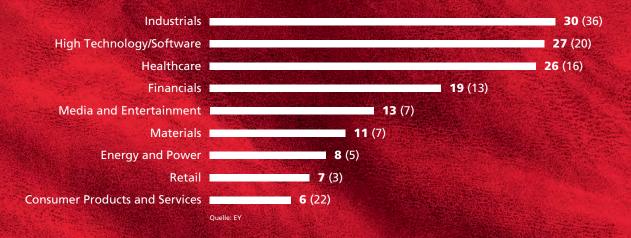
⁸ https://www.scotiabank.com/ca/en/about/economics/economics-publications/post.other-publications.insights-views.china-s-dual-circulation--november-18--2020-.html

⁹ https://www.dw.com/de/heute-russland-morgen-china-europas-gefährliche-abhängig-keit-bei-kritischen-metallen/a-61449348

¹⁰ https://www.bgr.bund.de/DE/Gemeinsames/Oeffentlichkeitsarbeit/Pressemitteilungen/BGR/DERA/dera-bgr-200406_dera-studie-china-rohstoffwirtschaft.html?nn=5096114

¹¹ https://www.spiegel.de/ausland/seltene-erden-usa-wollen-abhaengigkeit-von-china-reduzieren-a-e423af82-e479-4f15-84fb-05095ee37f7b

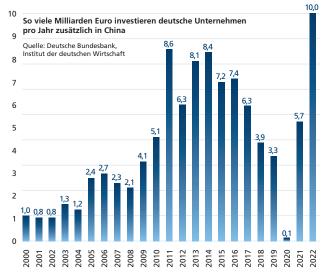
Chinesische Unternehmenskäufe 2021 in Europa (Vorjahr in Klammern):12



und Deutschland hat die Außenwirtschaftsverordnung weiter verschärft.

2. China bietet große finanzielle Anreize für ausländische Investitionen. Der größte Binnenmarkt und die größte Mittelschicht der Welt wirken auf ausländische Unternehmen wie ein Magnet. In den ersten sechs Monaten 2022 sind die deutschen Direktinvestitionen in China auf zehn Milliarden Euro angestiegen.¹³ Das ist mehr als Doppelte der Spitzenjahre 2011 bis 2017. Allerdings lässt das Konzept der "Dual Circulation" ausländische Unternehmen nur noch dort investieren, wo chinesische Konkurrenten technologisch noch nicht ebenbürtig sind.

Direktinvestitionen in China drastisch gestiegen



 $^{12\} https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_ch/news/2022/03/ey-chinesi-sche-investitionen-in-europa-2021.pdf?download$

Paradebeispiel ist die BASF, die in der Provinz Guangdong für zehn Milliarden US-Dollar einen Chemiepark, ähnlich dem von Ludwigshafen, aufbaut. Wichtige Unternehmen sollen im Land produzieren, um unabhängig von unterbrechbaren Lieferketten zu sein. Für strategisch irrelevante Firmen wird es zunehmend schwieriger, Fuß zu fassen.

Chinas mangeInder Investitionsschutz

Seit 2020 soll das neue chinesische Gesetz zum Schutz ausländischer Investitionen (Foreign Investment Law, "FIL"¹⁴, für einen fairen Wettbewerb sorgen, geistiges Eigentum und Investitionen schützen. Aufgrund einer mangelnden Konkretisierung wurden diese Hoffnungen nicht erfüllt.

Unternehmen, die in China investieren und produzieren, müssen damit rechnen, dass Knowhow abfließt. Das wissen sie, aber für den großen Absatzmarkt und die von ihren Aktionären verlangten Renditeziele nehmen sie es oftmals in Kauf.

Chinas militärische Stärke

Die Statistik spricht für sich: China hat die größte Armee, die größte Marine, führt bei Hyperschallwaffen und ist mit über 350 nuklearen Sprengköpfen¹⁵ die drittgrößte Atommacht. Aktuell werden die Streitkräfte modernisiert. Bis 2049 soll eine "Weltklasse-

¹³ https://www.iwd.de/artikel/deutsche-wirtschaft-baut-china-geschaeft-aus-556923/

¹⁴ https://www.europeanchamber.com.cn/en/advocacy-success/11242/foreign_invest-ment_law

¹⁵ https://www.tagesschau.de/ausland/asien/china-militaer-115.html

Armee" aufgebaut sein. Das Ziel ist eine totale Kontrolle nach innen und nach außen. China sieht sich nicht als globale Militärmacht, will aber im asiatisch-pazifischen Raum die Nummer eins werden. Es konkurriert hier mit den Amerikanern und will diese aus der Region verdrängen.

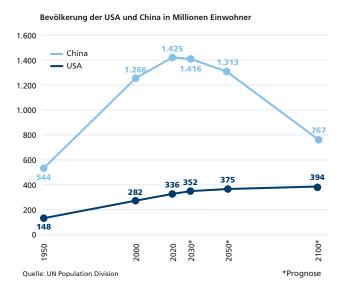
Zunehmend problematisch erscheint der Taiwan-Konflikt. Die Insel gehört zum Mutterland, so das offizielle chinesische Verständnis. Es soll deshalb eine Wiedervereinigung geben – notfalls auch mit Gewalt. Taiwans führende Chip-Technologie ist für Chinas Technologievision von besonderer Bedeutung, aber Taiwan wird von den USA protegiert und unterliegt den Exportbeschränkungen. China führt bereits einen Cyberkrieg gegen Taiwan. Millionenfach werden auf der Insel Server durch Hacker und Schadsoftware¹⁶ angegriffen. Daneben demonstriert China auch gegenüber Japan und Indien in den Territorialkonflikten ein wenig defensives Verhalten.

Chinas Schwächen und Probleme

- Coronapandemie: China galt im ersten Jahr noch als Gewinner, doch die Lage hat sich zwischenzeitlich dramatisch verändert. Die hoch ansteckenden Virusvarianten waren nicht mehr einzudämmen. Der wirtschaftliche Druck und der Unmut der Bevölkerung führten Anfang Dezember 2022 zur Aufgabe der Null-Covid-Politik.
- Nachfrageschwäche: Die globale Nachfrageschwäche und die Abriegelung großer Metropolen wegen des Coronavirus belasteten die Wirtschaft. Hinzu kommt eine Abschwächung am Arbeitsmarkt.
- Immobilienkrise: Nach der Insolvenz des zweitgrößten chinesischen Immobilienkonzerns "Evergrande" hat sich der Markt nicht mehr erholt. "Immobilien machen einen derart großen Anteil der chinesischen Volkswirtschaft aus, dass ein nachhaltiger Abschwung eine jahrelange Stagnation auslösen dürfte ...", so Kenneth Rogoff¹⁷, der frühere Chefvolkswirt des IWF.
- Verschuldung: Neben der offiziellen Staatsverschuldung (77 Prozent) gibt es einen sehr großen

- Schattenbankenbereich, der schwer zu regulieren
- Konjunkturschwäche: Das Wachstum war nach der starken Erholung 2021 von 8,4 Prozent im Verlauf des Jahres 2022 deutlich eingebrochen. Im zweiten Quartal konnte gerade noch ein geringes Plus ausgewiesen werden.
- **Demografie:** Obwohl die Ein-Kind-Politik bereits vor mehreren Jahren aufgehoben wurde, sank die Geburtenrate 2021 auf den niedrigsten Stand seit 1978. Prognosen der Vereinten Nationen gehen inzwischen davon aus, dass sich Chinas Bevölkerung bis Ende des Jahrhunderts halbieren wird. 18
- Machtkonzentration auf Xi Jinping: Es gibt keine wirksamen Korrekturmechanismen für Fehlentscheidungen, wie die Covidpolitik sehr deutlich zeigt.

Chinas Bevölkerung halbiert sich bis zum Ende des **Jahrhunderts**



Chinas Pläne gehen über westliche Vorstellungen weit hinaus. Auch wenn das Land wegen der aktuellen Entwicklungen seine Zwischenziele korrigieren muss, wird es den eingeschlagenen Weg weitergehen. Die Vereinigten Staaten von Amerika sind aus Sicht Chinas nicht der erklärte Gegner, aber sie stellen sich seinem Aufstieg entgegen. China hat seine Strategie bereits formuliert. Wie die USA darauf reagieren, lesen Sie im folgenden Artikel.

¹⁶ https://www.businessinsider.de/politik/welt/atomraketen-hyperschallwaffen-millionen-soldaten-so-maechtig-ist-chinas-armee-a/

¹⁷ https://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastkommentar-china-steht-vor-einer-phase-nachhaltiger-schwaeche/28784030.html

¹⁸ https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/schneller-schlau/china-gegen-die-usa-wer-ist-diewahre-weltgroesste-supermacht-18555696.html



Noch sind die Vereinigten Staaten die Supermacht und zugleich globaler Technologieführer. Um diese Position zu sichern, wird auf wirtschaftlicher und politischer Ebene ein Kampf mit dem Rivalen China geführt. Die Auswirkungen bekommen auch andere Länder schmerzlich zu spüren. Der alte Begriff "America First" wurde von Donald Trump zum übergeordneten Prinzip der Wirtschaftspolitik erhoben. Die politische und wirtschaftliche Ausrichtung wandelte sich von einer globalen Verantwortung zu einer ausschließlich nationalen, amerikazentrierten Politik.

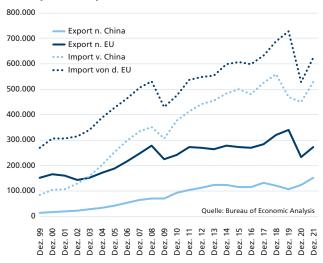
Der Technologietransfer soll unterbunden werden

Der hohe Exportüberschuss und der umfassende Technologietransfer versetzten die amerikanische Politik schon vor Donald Trumps Regierungszeit in Alarmbereitschaft. Wurde unter US-Präsident Barack Obama noch auf diplomatischem Weg versucht, die chinesische Expansionspolitik zurückzudrängen, wählte Donald Trump die offene Konfrontation. Die von Xi Jinping ausgerufene "Made in China 2025"-Strategie (MIC25-Strategie), die China zur neuen Supermacht führen soll, bestärkte die Absicht der Vereinigten Staaten, dies mit aller Macht zu verhindern.

Die Einfuhr soll begrenzt werden

Präsident Joe Biden führt diese Politik unvermindert fort. In erster Linie geht es dabei um den Wiederaufstieg der Vereinigten Staaten. Die Überflutung mit ausländischen Produkten soll gestoppt werden. Zölle und Einfuhrverbote zielen darauf ab, die aus amerikanischer Sicht negative Handelsbilanz wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Verantwortlich dafür seien unfaire Handelspraktiken von Ländern wie China und Deutschland.





Die Globalisierung und der Multilateralismus sollen zurückdrängt werden

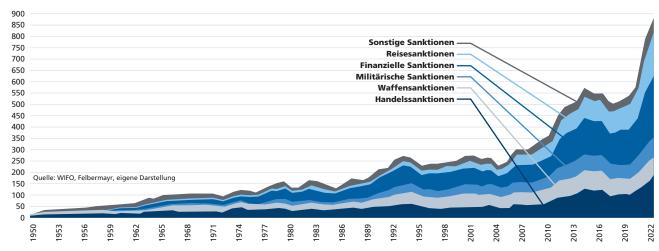
Die USA richteten sich in den letzten Jahren bewusst gegen die Globalisierung und den Multilateralismus. Das neu ausgehandelte Freihandelsabkommen Trans-Pacific Partnership (TPP) wurde verlassen.¹ Auch Organen mit Zahlungsverpflichtungen, wie UNESCO, hat man den Rücken gekehrt, die Vereinten Nationen (UN) wurden als sinnlose Institution verhöhnt und die WTO durch Nichtbesetzung des Streitbeilegungsgremiums blockiert. Der neue Protektionismus setzte alle Handelsnationen unter Druck. Die Welt reagierte mit Gegensanktionen und weiteren Zöllen. Es schien eine Spirale in Gang gesetzt worden zu sein, die allen schadete. Die Handelshemmnisse sind unter der Regierung von Donald Trump so stark gestiegen wie seit der Weltwirtschaftskrise nicht mehr.

Der Schutz und Aufbau der eigenen Industrie stehen im Fokus (Make America Great Again)

Präsident Donald Trump hatte mehrere Programme zum Wiederaufbau der amerikanischen Industrie lanciert und insbesondere eine große Steuerreform umgesetzt. Diese hatte massive Entlastungen für inländische Unternehmen gebracht, dem industriellen Wiederaufbau haben sie jedoch wenig genutzt.

Auch die Regierung von Präsident Biden hat meh-

Handelshemmnisse



¹ https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/america-first-politik-100609

rere umfangreiche Aufbauprogramme beschlossen, wie den "CHIPS and Science Act", der 280 Milliarden US-Dollar für Forschung, Entwicklung und Produktion von Halbleitern vorsieht. Das Infrastrukturinvestitionsgesetz im Umfang von 1,2 Billionen US-Dollar ist das größte jemals beschlossene Investitionsgesetz. Dabei werden Wirtschaft, Soziales und die Umwelt gleichermaßen gefördert. Zu den Hauptzielen gehört die Stärkung der globalen Wettbewerbsfähigkeit.² In den Regularien öffentlicher Ausschreibungen wird auf "Buy America" abgezielt. Fördermittel werden dann bewilligt, wenn die Lokalisierungsquote über 55 Prozent beträgt. Auch die bestehenden "Buy American"-Gesetze wurden unter der Biden-Regierung verschärft. Danach muss der Anteil amerikanischer Waren und Dienstleistungen des öffentlichen Beschaffungswesens künftig bei zunächst 60, später 75 Prozent³ liegen.

Ein international kritisiertes Gesetz im Umfang von 750 Milliarden US-Dollar wurde im August 2022 auf den Weg gebracht. Enthalten war darin der "Inflation Reduction Act" (Gesetz zur Reduzierung der Inflation) mit einem Investitionsvolumen von rund 370 Milliarden US-Dollar.⁴ Es geht dabei um die Bekämpfung des Klimawandels, die Energiesicherheit, neue Unternehmenssteuern sowie um die Gesundheitsvorsorge. Für den Klimaschutz sollen Solar- und Windenergieunternehmen großzügige Steuernachlässe erhalten und der Verkauf soll gefördert werden. Insbesondere Elektroautos werden bezuschusst. Diese Subventionen der heimischen Industrie widersprechen den WTO-Regeln.⁵ Die Europäische Union spricht bereits von einem neuen transatlantischen Wirtschaftskrieg. Bei dem Gesetz geht es um drei wichtige Punkte:6

- 3 https://www.ihk.de/hannover/hauptnavigation/international/laender-und-maerkte/ nord-mittel-suedamerika/kanada-und-usa/usa-weisses-haus-verkuendet-strengere-buy-american-regeln-5455880

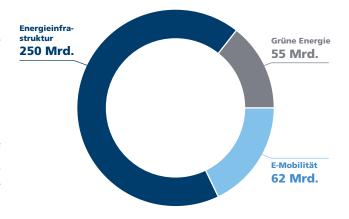
2 https://www.ihk.de/duesseldorf/aussenwirtschaft/auslandsmaerkte/usa/infrastrukturpro-

- 4 https://www.whitehouse.gov/cleanenergy/inflation-reduction-act-guidebook/
- 5 https://www.wiwo.de/politik/ausland/transatlantischer-handelsstreit-america-first-zieht-immer-noch-in-den-usa/28798646.html
- 6 https://www.wiwo.de/politik/ausland/transatlantischer-handelsstreit-america-first-zieht-immer-noch-in-den-usa/28798646.html

- 1. Klimapolitik,
- 2. heimische Arbeit stärken und
- 3. China aussperren

Es ist das größte Infrastrukturpaket der USA und es ist anzunehmen, dass es die Weichen langfristig stellt, die Anlageinvestitionen längerfristig steigen lässt und über Jahre die Konjunktur unterstützt.

Inflation Reduction Act, Mrd. USD



Quelle: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-inflation-reduction-act-heres-whats-in-i

Nationaler Notstand und Gefahr für die Sicherheit

Unterbindung von Ausrüstung und Investitionen Chinas

Im Mai 2019 rief Präsident Donald Trump den nationalen Notstand in der Telekommunikation aus. Investitionen Chinas in kritische amerikanische Infrastruktur und andere sensible Bereiche sollten unterbunden werden. Die Zusammenarbeit mit den chinesischen Konzernen Huawei und ZTE wurde wegen Spionageverdachts verboten. Viele weitere Unternehmen wurden auf die sogenannte "Schwarze Liste" gesetzt. Die Biden-Regierung setzte im Dezember 2021 zum Schutz der nationalen Sicherheit nochmals 36 chinesische Firmen mit Verbindungen zum Rüstungssektor auf diese Liste.

gramme-der-usa-5420712

Auch der Export hochmoderner Halbleiter und Maschinen zur Herstellung von Mikrochips wurde beschränkt. Der weltgrößte Anbieter von Lithographiesystemen für die Halbleiterindustrie, die ASML Holding in den Niederlanden, fügt sich diesem Verbot. Dies verdeutlicht einmal mehr die Dominanz der Vereinigten Staaten im Westen. Gegen ihre Verbote und Regeln können sich Staaten und Unternehmen nur wehren, wenn sie große wirtschaftliche Nachteile in Kauf zu nehmen bereit sind. Je nach Abhängigkeit der Unternehmen von China oder den USA werden sie sich früher oder später für eine Seite entscheiden müssen.



Geopolitische Neuordnung – Das Dilemma Europas

Europa gerät zwischen die Fronten

"Ihr - die USA - kümmert euch um unsere Sicherheit. Ihr - China und Russland - habt die Grundlage für unseren Wohlstand geschaffen. ... Diese Welt gibt es nicht mehr."7 So deutlich beschrieb EU-Chefdiplomat Josep Borrell die Situation, als er die EU-Botschafterkonferenz am 10. Oktober 2022 in Brüssel eröffnete.

Die Vereinigten Staaten sind weiterhin das tragende Mitglied der Nato und arbeiten mit den Europäern zusammen. Der Krieg im Herzen Europas zeigt jedoch, dass sich die Europäer selbst um ihre Verteidigungsfähigkeit kümmern müssen. Schon Donald Trump hat das gefordert.

Die veränderte Lage zwingt Europa dazu,

- mehr Geld für äußere Sicherheit auszugeben,
- mehr Geld für Energie und die Energiewende auszugeben,
- mehr Geld für Rohstoffsicherheit aufzuwenden,
- sich darauf einzustellen, dass wichtige Exportmärkte wegfallen können (China) und
- den Binnenmarkt zu stärken.

Durch die Konfrontation zwischen den USA und China wird Europa stark in Mitleidenschaft gezogen. Sollte China beispielsweise die Lieferverbote von Hochtechnologie mit eigenen Exportverboten beantworten, wäre ein Lieferverbot für Seltene Erden ein denkbares Szenario, da die Abhängigkeiten groß sind. Für die Elektromotorenherstellung bezieht Deutschland 90 Prozent der Seltenerdmagnete aus China⁸. Überall in der Hochtechnologieproduktion werden Seltene Erden benötigt. China besitzt bislang die größten Lagerstätten und ist der größte Lieferant. Auch neue Zölle würden Europa sehr belasten. Druck erzeugt Gegendruck! Das Nachsehen hätten kleinere Staaten und auch (uneinige) Gemeinschaften wie die Europäische Union. Sie werden sich früher oder später für eine Seite entscheiden und damit auf einen der Hauptabsatzmärkte verzichten müssen.

China hat diese Konstellation erkannt und drängt nun europäische Firmen, ihre Hochtechnologie-Produktion nach China zu verlagern. Große Konzerne überlegen bereits, ob sie Unternehmen in unabhängige Teile aufspalten und damit sowohl im Osten, als auch im Westen, unabhängig von Sanktionen der anderen Seite produzieren und handeln können.

Spieler oder Spielball

Vielleicht hilft dieser Druck, der auf die Länder der

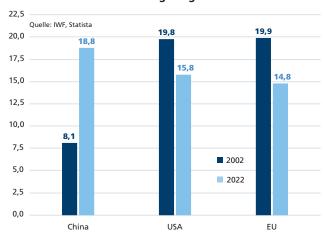
https://www.handelsblatt.com/meinung/kommentare/editorial-europa-ist-zwischen-den-fronten/28773818.html

⁸ https://institut-seltene-erden.de/seltene-erden-und-metalle/seltene-erden/

Europäischen Union zukommt, den Einigungsprozess voranzutreiben, denn nur so entstünde ein relevantes Gegengewicht zu den beiden Mächten. Das Potenzial dafür wäre vorhanden: 450 Millionen Einwohner, eine Wirtschaftsleistung von 14,5 Billionen Euro⁹ (USA 19,4 Billionen Euro) und ein durchschnittliches Pro-Kopf-Einkommen von 32.428 Euro¹⁰ jeweils für 2021. Bei einer weiteren Einigung und Aufnahme von Beitrittskandidaten wäre die Europäische Union in vielen Bereichen den USA ebenbürtig.

Dann wäre Europa Spieler und nicht Spielball!

Anteil am kaufkraftbereinigten globalen BIP in %



Fazit

Die Welt befindet sich in einer Übergangsphase

Nach dem Ende des Kalten Krieges zerfiel die Sowjetunion in ihre Einzelstaaten, der Westen triumphierte. Die Vereinigten Staaten waren die Supermacht und der Weltpolizist, sie dominierten die WTO, definierten die globalen Handelsregeln und schufen damit eine verlässliche Basis für die Globalisierung. Dieses stabile Gefüge ist mit dem Aufstieg des von Xi Jinping autokratisch geführten Chinas beendet worden. Zwei Großmächte, die politisch und wirtschaftlich um die Vorherrschaft kämpfen, stehen sich nun gegenüber. Dabei geht es auch um die Überlegenheit des politischen Systems.

Die Auseinandersetzung wird auf der Ebene der Wirtschaft und damit auf dem Rücken aller ausgetragen. Um den weiteren Aufstieg Pekings zu verhindern beziehungsweise zu verzögern, arbeiten die USA mit einem Arsenal aus Zöllen, Sanktionen und Verboten. China liefert dazu die entsprechende Antwort. Bei genauer Betrachtung ähneln sich die Mechanismen sehr!

These: neue Blockbildung

Die westlichen Länder dürften sich aus ökonomischen und politischen Gründen auf die Seite der USA begeben. Auf Chinas Seite werden sich möglicherweise Länder mit einer ähnlich autoritären Machtstruktur wiederfinden. Russland, Iran, Kambodscha und afrikanische Länder könnten China unterstützen – auch einige Länder entlang der neuen Seidenstraße.

Die Folgen:

- Höhere Kosten durch Deglobalisierung, Protektionismus und Zölle.
- Bedeutungszuwachs bilateraler Handelsvereinbarungen,
- Ausbildung von zwei industriell und technologisch getrennten Hemisphären,
- Verlangsamung des technologischen Fortschritts wegen eines mangelnden Austauschs und ein
- Unternehmensdilemma (mit welcher Seite entstehen die geringsten Einbußen?)

Wer profitiert davon?

Länder, die sich nicht auf eine Seite schlagen (müssen), könnten in bilateralen Vereinbarungen, je nach Opportunität, mit der einen oder anderen Seite lukrative Geschäfte machen. Das sind die sogenannten "Fence Sitters". Dazu zählen Schwellenländer und Länder, die essenzielle Rohstoffe bieten können oder für die Ernährung wichtig sind.

Gegenthese: Der Wunsch nach Globalisierung ist ungebrochen

Insbesondere im asiatischen und pazifischen Raum

https://de.statista.com/statistik/daten/studie/188776/umfrage/bruttoinlandspro-

¹⁰ https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/key-facts-and-figures/

steht der Wunsch nach Handelsabkommen und Freihandel nach wie vor ganz oben auf der Agenda. Die Ratifizierung des "Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership" (CPTPP) und das 2022 ratifizierte "Regional Comprehensive Economic Partnership"-Abkommen (RCEP) zeigen, dass ein großer Teil der Welt weiter Interesse an guten Handelbeziehungen hat. Das RCEP ist das größte jemals geschlossene Handelsabkommen. Es trat am 1. Januar 2022 in Kraft und umfasst ein Gebiet mit 2,3 Milliarden Einwohnern. Neben China und den ASEAN-Staaten gehören auch Japan, Neuseeland und Südkorea zu den Unterzeichnern. Nicht dabei sind die USA und Europa.

Alternativen zu westlich dominierten Organisationen sind gefragt

Viele Länder, insbesondere aus dem globalen Süden, streben Mitgliedschaften in Organisationen an, die als Alternative zur westlichen Dominanz gelten.¹¹ Als wichtiger Verbund ist hier das BIRCS-Format¹², zu nennen, dem Brasilien, Indien, Russland, China und Südafrika angehören. Aktuell bewerben sich Argentinien und der Iran um eine Mitgliedschaft. Auch die auf Asien konzentrierte "Shanghai Cooperation Organisation" (SCO)¹³ bekommt Zuwachs. Bei dieser Organisation geht es um die sicherheitspolitische Zu-

11 https://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/701222/Multipolare-Weltordnung-Organisationen-des-Globalen-Suedens-erhalten-verstaerkt-Zulauf

sammenarbeit, aber auch um Handelsfragen.

Es ist also nicht festgeschrieben, dass die Welt in einer bipolaren Konstellation verharrt. Mit diesen wachsenden Strukturen, in denen jeweils China der dominante Spieler ist, kann sich durchaus ein noch mächtigerer Gegenpol zur westlichen Ordnung herausbilden. Ziel beider Organisationen ist die Multipolarität, die ein Gegengewicht zu westlich dominierten Organisationen herstellt. Mit China als jeweils dominantem Mitglied ist perspektivisch eher eine neue östliche Unipolarität zu erwarten.

Aus Sicht der Investoren

Unter Anlagegesichtspunkten gilt es, die politischen und tarifären Entwicklungen genau zu beobachten. Nicht nur "Global Player" könnten Umsatz verlieren. Besonders für chinalastige Unternehmen könnte das zum Problem werden. Amerika muss sich auf frühere Zeiten besinnen, als Pionier- und Erfindergeist und nicht die Aussperrung der Welt Garanten für Wachstum waren. Europa kann den Mächten nur dann Paroli bieten, wenn es sich weiter einigt, den Binnenmarkt stärkt und außenpolitisch mit einer Stimme spricht. Nur so kann es sich auch weiteren Sanktionsspiralen entziehen. Neutralität ist keine Option mehr, insbesondere wenn Abhängigkeiten bestehen.

¹² http://brics2022.mfa.gov.cn/eng/

¹³ http://eng.sectsco.org/

Erdgas / LNG

Gasversorgung in **Deutschland**



Vor dem Krieg

Die Zeiten, in denen Deutschland günstiges Gas über Pipelines aus Russland bezogen hat, sind vorbei. Vor dem Krieg schwankte der Gaspreis geringfügig, die Lieferung wurde garantiert. Die Selbstverpflichtung Russlands ging sogar über politische Differenzen hinaus. Mit Gerhard Schröder im Aufsichtsrat der staatlichen Gazprom bestand darüber hinaus für Au-Benstehende eine enge persönliche Verbindung zwischen Deutschland und Russland. Die Liefermengen betrugen zuletzt 56 Milliarden m³, der Gaspreis lag viele Jahre bis Anfang 2021 bei durchschnittlich 15 Euro je Megawattstunde.

Wichtige Gaspipelines nach Europa



Der Preis war niedrig genug, dass der Ausbau alternativer Energiequellen aus Kostengründen unrentabel war und nur mit staatlicher Förderung attraktiv wurde. Die Windkraft war von jeher die kostengünstigere Variante, doch sie wurde politisch nicht unterstützt. Im Gegenteil, die Genehmigungsverfahren sind bis heute langwierig und mit bürokratischen Hürden verbunden. Ein großes Problem stellt nach wie vor die rund um die Uhr verlässliche Verfügbarkeit von Windkraft- und Solarenergie dar, sofern der Strom nicht gespeichert werden kann. Die Atomkraft ist hingegen ein stabiler Energielieferant, doch die deutschen Kraftwerke sollen 2023 Jahr vom Netz gehen. Für die Verbraucher ist sie eine scheinbar günstige Alternative, allerdings nur weil die Endla-

Gesamtgesellschaftliche Kosten der Stromerzeugung im Jahr 2021 im Vergleich

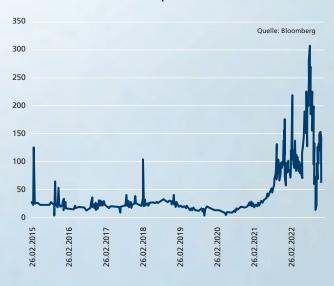


gerkosten und resultierende Umweltschäden oder -erhaltungsmaßnahmen nicht auf die Anbieter umgelegt wurden. Wäre dies der Fall gewesen, wäre auch der Atomstrom wesentlich teurer als 5 ct/kWh.

Chronologie der Eskalation

Bereits kurz nach dem Angriffskrieg einigte sich die internationale Staatengemeinschaft auf massive Sanktionen gegen Russland. Selten war die Politik in der Lage, sich derart schnell auf multilaterale Lösungen zu verständigen. Möglicherweise hatte man im Hintergrund bereits Vorkehrungen für einen solchen Fall getroffen. Eine erste russische Antwort auf die Sanktionen war der Beschluss, Gaslieferungen in die Europäische Union nur noch in Rubel zu akzeptieren. Dies wurde zwar abgelehnt, doch letztlich wurden

ICE Endex Dutch TTF Gas Spot Price - next hour



politische Hebel in Bewegung gesetzt, um nicht die Sanktionen zu verletzen und nicht auf russisches Gas zu verzichten. Russland setzte weiter auf Drohgebärden und kündete Wartungsarbeiten an der Pipeline Nord Stream 1 an, was den Durchfluss bereits verringerte. Im Juli 2022 hieß es, die Wartungsarbeiten verzögerten sich, da eine Turbine gebraucht würde, die zu dieser Zeit noch in Kanada war. Medienwirksam zeigte sich Kanzler Olaf Scholz mit der Turbine. Bis dahin war der Gaspreis bereits auf 150 Euro je MWh gestiegen, die deutsche Wirtschaft beschäftigte sich mit Notfallplänen für den Fall eines vollständigen Lieferstopps aus Russland. Die Gasspeicher wurden schnellstmöglich gefüllt.

Bei derart hohen Gaspreisen bestand unmittelbar die Gefahr einer Insolvenz des Gasversorgers Uniper. Ohne die Lieferungen aus Russland war Uniper gezwungen, über den Kassamarkt zu extrem gestiegenen Preisen einzukaufen. Diese konnten nicht an die Abnehmer weitergereicht werden. Ende Juli 2022 wurde das Unternehmen von der deutschen Regierung mit einem Kredit von rund 15 Milliarden Euro gestützt und die Idee der Gasumlage entstand. Größter Aktionär war indirekt der finnische Energieversorger Fortum Oyj, der seinerseits eine Garantielinie von 4 Milliarden Euro billigte.

Mit der schockierenden Sabotage der Pipeline Nord Stream 1 wurde am 26. September endgültig klar, dass dieser Weg für die deutsche Gasversorgung auf lange Zeit versperrt bleiben würde.

Die Misere der deutschen Wirtschaft

Gas ist ein wichtiger Energieträger für die Industrie und kann nur zu einem Teil durch Öl oder alternative Stromguellen substituiert werden. Betroffen sind vor allem Chemiehersteller, die Ernährungs- und Papierindustrie, Glas- und Keramikhersteller, die Metaller-

zeugung und -verarbeitung sowie der Fahrzeugbau. Wichtige deutsche Industrien sind daher zu Recht in Aufruhr. Die Notfallpläne

sind erstellt, aber es gibt keinerlei Planungssicherheit. Die Abhängigkeit ist sehr hoch, die Alternativen sind noch nicht vorhanden.

Entsprechend desaströs sind die Folgen. Der Gas-



preis stieg in der Spitze auf 300 Euro je MWh und fiel erst nach großem politischen Druck und gefüllten Speichern wieder auf ein niedrigeres Niveau, welches dennoch einer Verzehnfachung des vorherigen Durchschnitts entspricht. Die Schwankungen sind mittlerweile beträchtlich. Die wirtschaftlichen Auswirkungen sind immens. Insolvenzen, fallende Unternehmensgewinne, Abwanderung der Industrie, Anstieg der Inflation, enorme Neuverschuldung und viele weitere Effekte sind zu beobachten, die im Rahmen unseres Jahresberichts an anderer Stelle aufgegriffen werden.

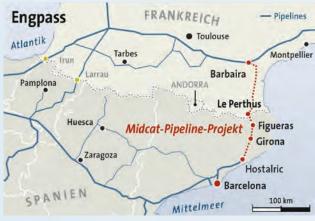
Auswegsuche

Die politischen Antworten in Deutschland hießen Tankrabatt, Gasumlage und Gaspreis- sowie Strompreisbremse. Alle Maßnahmen haben mehr oder minder ihre Berechtigung und zumindest gezeigt, dass die Regierung handelt. Die Abschöpfung sogenannter Zufallsgewinne war ein weiterer Baustein, eine Idee der britischen Regierung. Wie die jüngsten Daten des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung zeigen, haben die Maßnahmen vertrauensbildend ge-

> wirkt und den Abschwung abgemildert. Eine Lösung für die Zukunft wurde noch nicht gefunden. Als strategische Maßnahmen wa-

ren Kraftanstrengungen auf internationaler Ebene notwendig. Die Energieversorgung muss langfristig durch andere Lieferanten wie z. B. aus Katar und den USA gewährleistet werden. Entsprechende Verträge wurden bereits geschlossen. Eine weitere Möglich-

Notfallpläne sind erstellt



Quelle: Börsen-Zeitung vom 14.10.2022, S. 3

keit ist der Bau einer neuen Gaspipeline zwischen Spanien und Frankreich. Lange hatte sich der französische Staatspräsident Emmanuel Macron dagegen gewehrt und nun eine Alternative angeboten.

Als neues Projekt wird eine Pipeline durch das Mittelmeer angestrebt. Die Gebietsansprüche und der politische Gegenwind dürften bei dieser Variante deutlich geringer ausfallen. Die Pipeline von Barcelona bis zum Naturschutzgebiet der Camarque wird nicht als Gas-, sondern als Wasserstoffpipeline H2med geplant und bekräftigt damit den Willen zum Ausbau CO2-armer Energieversorgung.

Weniger umweltfreundlich ist der Bau der neuen LNG-Terminals in Wilhelmshaven und in Lubmin. Zumindest kurzfristig ergibt sich dadurch die Möglichkeit, einen Teil der direkten Gaslieferung an Deutsch-

zu ersetzen. Das Terminal wurde in atemberaubender Geschwindigkeit umgesetzt und bereits Anfang Dezember 2022

konnte das erste LNG-Schiff empfangen werden. In der Ostsee (Lubmin) wurde das erste privat finanzierte "Terminal Deutsche Ostsee" gebaut. Mit einem LNG-Shuttle wird das Gas vom Tanker angelandet, umgewandelt und direkt in die bestehende Verteilerpipeline eingespeist. Was in Deutschland jedoch fehlt, sind der Ausbau und die schnelle Verwirklichung von Projekten für erneuerbare Energien.

Status quo

Werden die Maßnahmen reichen, um die Energieversorgung in den nächsten Jahren zu sichern? Können die fehlenden Kubikmeter aus Russland wirklich über neue Kanäle ersetzt werden? Der Winter 2022/23 ist mit den gefüllten Speichern gesichert. Bei einer aktuellen Kapazität von jährlich 28,3 Milliarden m³ aller fünf LNG-Terminals reicht die Lieferung durch Flüssiggastanker nicht aus, um die fehlenden 56 Milliarden Kubikmeter auszugleichen. Das wäre eine Vollauslastung, gepaart mit der Zusicherung, dass seitens der USA und anderer Anbieter diese Menge geliefert wird. Fraglich ist auch, zu welchem Preis abgenommen werden kann. Aktuell warten etliche Schiffe in Erwartung steigender Preise auf See, so Oystein Kalleklev, CEO von FLEX LNG Ltd. Mitte Dezember 2022 in Oslo. Die Europäische Union versucht mit einer gemeinsamen Einkaufspolitik und einem Preisdeckel von 180 Euro / MWh entgegenzuwirken. Deutschland war gegen diese Entscheidung, da sie die Versorgung erschweren und die Lieferungen stattdessen in andere Teile der Welt zu höheren Preisen erfolgen könnten. Gaslieferungen an die EU aus den USA von jährlich 50 Milliarden m³ hat der amerikanische Präsident bereits im März 2022 zugesagt. Aus Katar kommen Lieferungen erst ab 2026. Die Industrie kann mit dieser Unsicherheit nicht planen und muss sich jetzt Alternativen überlegen. Die Produktionsverlagerung ist ein naheliegender Schritt. Inzwischen fordert die Bundesnetzagentur zum Sparen auf. Dies muss ein zwingender Teil der mittelfristigen Strategie sein. Ohne Einsparungen und den schnellen Ausbau erneuerbarer Energien, z. B. in

> Form von grünem Wasserstoff, wird es wahrscheinlich nicht gehen. Selbst die Förderung von Schiefergas in Deutschland (Fracking)

ist kein Tabuthema mehr. Am 16. Dezember 2022 stellte Bundeskanzler Scholz fest, sofern nicht etwas Unvorhergesehenes passiere, sei die Gasversorgung auch 2023/24 gesichert – vor allem über LNG-Terminals und weitere Lieferverträge mit den USA, Norwegen, den Niederlanden und der Golfregion.

Weiter hohe Unsicherheit

in der Industrie

Inflation / Top erreicht?

Prof. Dr. Michael Clauss

Inflation kurzfristig rückläufig, langfristig ein Thema



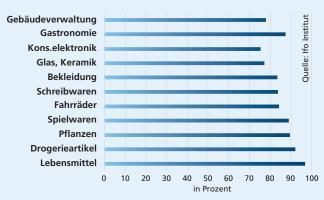
Mit einem Wert von 10.4 Prozent erreichte die Inflation in Deutschland im Oktober 2022 ein Nachkriegshoch. Der Rekord ist das Ergebnis der Pandemie und des Krieges in der Ukraine. Die Ereignisse verursachten Preissprünge für Energie und wichtige Gebrauchsgüter. Diese scheinen nun statistisch verarbeitet zu sein und dürften den Preisauftrieb ab 2023 wieder normalisieren. Aber im Vergleich zu vergangenen Jahrzehnten dürften die Preise langfristig hoch bleiben. Dafür sprechen anhaltend wirksame Trends wie die zunehmende Arbeitskräfteknappheit und die Verlagerung der Produktion aus dem Ausland zurück nach Deutschland.

Inflation beim Verbraucher angekommen

Nach der Industrie, die bereits 2021 über Lieferengpässe und Kostendruck klagte, machen auch die Verbraucher eine lange nicht gekannte Inflationserfahrung: Energie hat sich drastisch verteuert. Preissprünge sind bei Gütern des täglichen Bedarfs zu beobachten: angefangen bei Backwaren und sonstigen Nahrungsmitteln bis hin zu Treibstoffen, Gebrauchtwagen und Fahrrädern. Der Aufwärtstrend im Einzelhandel dürfte sich nach einer Befragung des ifo Instituts in den kommenden Monaten fortsetzen. Von 100 befragten Unternehmen gaben (saldiert) 53,5 im Oktober 2022 an, ihre Preise erhöhen zu wollen. Vor der Pandemie schwankte dieser Wert um 20. Den Spitzenwert nahmen Preiserhöhungen bei Lebensmitteln ein, bei denen fast alle Unterneh-

men (97 Prozent) mit Preisaufschlägen rechnen. Sehr hohe Werte gibt es auch bei Drogerieartikeln (92 Prozent) oder bei Bekleidung, also preisstabilen Gü-

Anteil beabsichtigter Preiserhöhungen nach Gütergruppen





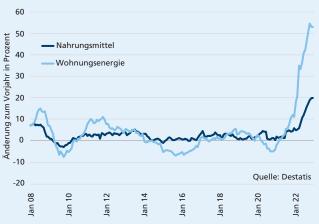
tern des täglichen Bedarfs, oder Gütern, die in den letzten Jahren preiswerter geworden sind.

Besonders deutliche Preisaufschläge von acht bis über zehn Prozent gegenüber dem Vorjahr verzeichnen Gebrauchtwagen deutscher Hersteller. Hier kommen offenbar sogenannte Zweitrundeneffekte zum Tragen: Da es wegen Lieferschwierigkeiten nicht genug Neuwagen gibt, weichen Käufer auf Gebrauchtwagen aus.

Nahrung und Energie als Preistreiber

Der Preisdruck hat sich verändert. Als man 2021 erstmals von Inflation sprach, waren vor allem Liefereng-

Inflationsraten nach Gütergruppen Deutschland



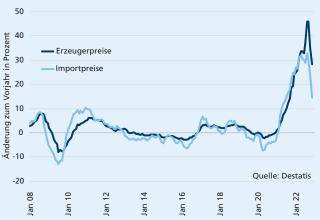
Inflation erfasst zunehmend Alltagsgüter

pässe die Ursache. Im Jahr 2022 sind die höheren Preise für Nahrungsmittel (Backwaren) und Energieträger der Grund. Sie verzeichneten im November mit knapp 20 Prozent (Nahrung) bzw. 53,2 Prozent (Energie) die höchste Inflation. Seit der Jahreswende 2021/22 wurde dies mit Preissprüngen von mehr als 70 Prozent für Erdöl oder Weizen begleitet.

Allmähliche Normalisierung

Mittlerweile haben die Preise für Erdöl und Getreide wieder das Vorkriegsniveau erreicht. Sogar der Preis für Erdgas ist inzwischen deutlich gesunken. Alles in allem entspannt sich die Lage in diesen Sektoren. Seit September 2022 sinken die Preise auch auf den vorgelagerten Produktionsstufen, das heißt den Erzeugerpreisen und den Importpreisen.

Erzeugerpreise und Importpreise Deutschland

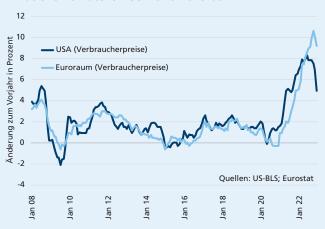


Da die Erzeugerpreise typischerweise vorauslaufen, ist in den kommenden Monaten bei der Verbraucherpreisinflation mit einem Rückgang zu rechnen. In dieselbe Richtung weisen, laut einer Untersuchung des ifo Instituts, auch nachlassende Lieferengpässe und eine geringere Materialknappheit.

Rückläufige Erzeugerpreise weisen auf fallende Verbraucherpreise hin

Ein anderes Indiz für fallende Inflationsraten ist die Entwicklung in den USA. Die Preisentwicklung bestätigte dort in der Vergangenheit häufig Trends in Europa. Die US-Inflation erreichte bereits im Juni 2022 mit 9,1 Prozent ihren Gipfel und fiel seitdem kontinuierlich auf 7,1 Prozent im November. Die Kerninflationsrate liegt "nur" noch bei sechs Prozent. Dieser Wert zeigt den Trend realistischer an, weil die stark schwankenden Preise für Energie- und Nahrungsmittel herausgerechnet werden.

Inflationsindikatoren USA und Euroraum



Bis Ende 2023 rechnet die Notenbank in den USA mit einem Rückgang der Inflation auf 3,5 Prozent für die Kerninflationsrate. Diese wäre eine Annäherung an die Zielmarke von zwei Prozent.

Im Euroraum (und in Deutschland) folgt die Preisentwicklung den USA mit einer Verzögerung von etwa sechs Monaten. Für 2023 gehen Konjunkturbeobachter des ifo Instituts und der Europäischen Zentralbank (EZB) von einer Inflationsrate von etwa sechs Prozent für Deutschland und der EU aus, gefolgt von 3,4 Prozent im Jahr 2024.

Fiskalpolitik gegen Nachfrageeinbruch

Während sich bei der Inflation also eine gewisse Entspannung abzeichnet, sorgen sich Konjunkturbeobachter wieder stärker um die Nachfrage. Das ifo Institut geht in seiner Prognose (12/2022) von einer leichten Rezession im Winterhalbjahr 2022/23 aus bedingt durch die Geldpolitik der EZB. Mit einer An-

Fiskalpolitik federt Zinswirkungen ab

hebung des Leitzinses von Null auf 2,5 Prozent seit Jahresmitte hat die EZB die schnellste und umfangreichste Zinsanhebung in ihrer Geschichte durchgeführt. Ab März 2023 soll auch die stark ausgeweitete Geldmenge allmählich wieder zurückgeführt werden (s. Beitrag zur Zinsentwicklung). Dies würde die Nachfrage und damit die Konjunktur empfindlich treffen, wie die Erfahrungen der Vergangenheit (z. B. 1992, 2001, 2008) zeigen. Anders als damals werden die Bremswirkungen durch höhere Staatsausgaben wie zum Beispiel Entlastungen für Privathaushalte, Bürgergeld, EU-Klimaschutzpaket, Gaspreisbremse und vieles mehr abgefedert. Allein im gerade begonnenen Jahr soll die Neuverschuldung um 36 Milliarden Euro (fast 1 Prozent des BIP) zunehmen.

Staatsdefizit, Deutschland und Euroraum



Insofern scheint die Erwartung begründet, dass der Euroraum im kommenden Jahr mit einem BIP-Wachstum von 0,5 Prozent knapp einer Rezession entgeht. Dieses Szenario hängt wesentlich davon ab, ob sich die weltpolitische Lage und damit auch der externe Inflationsdruck entspannen, sodass die Zinserhöhungen die für 2024 erwartete Inflationsrate nicht übersteigen.

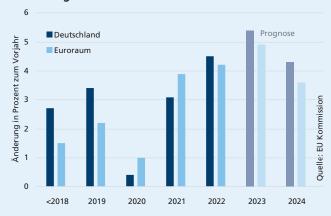
Langfristiger Inflationsdruck bleibt

Blickt man in die Zukunft, ist mit einem deutlich höheren Preisauftrieb als noch vor der Pandemie zu rechnen. Hierfür sprechen die seit mehreren Jahren zu beobachtenden Faktoren, die sich allerdings aufgrund der globalen Auswirkungen des aktuellen Krieges im Vergleich zu unserer Prognose eher verstärkt haben. Langfristig wirksame Inflationstreiber sind vor allem:

• **Dekarbonisierung:** Insbesondere die Verbreitung der erneuerbaren Energien ist mit einer Vervielfachung des Einsatzes von Industriemetallen wie Kupfer und Zink und Seltenen Erden verbunden. Der daraus zu erwartende Preisanstieg wird eine breite Palette von Industriegütern betreffen.

Onshoring und Arbeitskräftemangel erhöhen Lohnkosten

Deutschland Euroraum: Lohnzuwachs pro Beschäftigten



• Deglobalisierung: Die Rückholung von Lieferketten in die Industrieländer (Onshoring) ist mit einem signifikanten Kostenanstieg verbunden. Das betrifft vor allem die Lohnkosten, aber auch die Kosten für die Produktionsinfrastruktur. Allein die Umkehrung der preissenkenden Globalisierungseffekte würde im Vergleich zu den beiden letzten Jahrzehnten einen Inflationsaufschlag von etwa einem Prozent implizieren. Ganz besonders betroffen ist derzeit Deutschland, dessen Löhne (pro Beschäftigten) bereits seit Mitte des letzten Jahrzehnts jedes Jahr um etwa ein Prozent mehr gestiegen sind als im übrigen Euroraum. Diese Tendenz dürfte sich bis 2024 signifikant verstärken.

• Demografie: Die Alterung der Bevölkerung hat in Deutschland und Südeuropa dazu geführt, dass die Zahl der im Inland geborenen Beschäftigten bereits seit etwa zehn Jahren rückläufig ist. Lediglich durch Zuwanderung und die Integration Arbeitsloser gelang es bisher noch, die Beschäftigungslücke (Stichwort "Fachkräftemangel") zu füllen. Das Potenzial an Erwerbspersonen ist inzwischen weitgehend ausgeschöpft.

Erwerbstätigkeit 2021 (Anteil an Erwerbsbevölkerung)



Dies dürfte den Lohn- und damit Kostenanstieg in den kommenden Jahren intensivieren.

Zusammenfassend lässt sich der rapide Anstieg der Inflationsrate in den vergangenen beiden Jahren durch die Pandemie und den Angriffskrieg Russlands erklären. Die wirtschaftlichen Effekte, Lieferengpässe und Knappheiten bei wichtigen Konsumgütern scheinen in den Preisstatistiken enthalten zu sein. In den Jahren 2023 und 2024 ist eher damit zu rechnen, dass die Inflationsrate unter ihr aktuelles Rekordniveau fällt.

Gleichzeitig dürften über den genannten Zeithorizont hinaus langfristige Inflationstreiber wie Dekarbonisierung und Deglobalisierung für einen höheren Inflationsdruck sorgen. Insofern ist besonders in Europa mit einer Umkehrung des Niedriginflationsumfeldes zu rechnen, das seit Öffnung des "eisernen Vorhangs" vorgeherrscht hatte.



Beherzt haben die Notenbanken Fed und EZB seit dem Frühjahr 2022 die Leitzinsen auf das höchste Niveau seit mehr als 13 Jahren angehoben. Die Konjunkturentwicklung wird darüber entscheiden, ob weitere Schritte zur Inflationsbekämpfung notwendig sind. 2023 rechnen Volkswirte mit einer Schwächephase in den USA und in Europa mit Wachstumsraten von 0,5 Prozent. Dies würde kurzfristig für eine Entspannung sorgen, allerdings dürfte das globale inflationäre Umfeld höhere Preissteigerungsraten verursachen als vor der Pandemie. Somit würden die Renditen langlaufender Anleihen, deren Niveau bereits erhöht ist, tendenziell unter Aufwärtsdruck bleiben. Die gleichzeitige Geldmengenreduzierung der Zentralbanken verstärkt dies.

Abruptes Ende der Niedrigzinsphase

Vom Zeitpunkt erwartet, vom Ausmaß her überraschend: So kann man die Zinserhöhungen des letzten Jahres beschreiben. Die grafische Darstellung des Verlaufs der Leitzinsen in den USA und Europa

vermittelt den Eindruck, die Druckernadel sei nach oben ausgerutscht, wie das englische Wochenmagazin "The Economist" schreibt. Die Leitzinsen wurden von jeweils nahe null Prozent

in den USA auf 4,5 Prozent und in Europa auf 2,5 Prozent angehoben. So hoch waren sie in den USA seit 2007 und in Europa seit 2008 nicht mehr. Der Auslöser war eine unerwartet heftige zweite Infla-

tionswelle, die durch den Preissprung bei Energie und Getreide infolge des Kriegs in der Ukraine verursacht wurde. Die Notenbanken mussten daher eine rasante Wende vollführen: von einer Unterstützung

des Wachstums hin zur Inflationsbekämpfung.

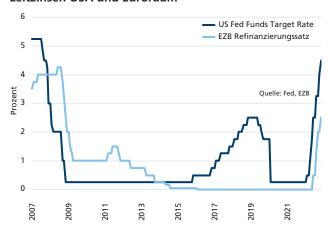
Seit dem letzten Quartal 2022 sinken die Inflationsraten wieder. Zusammen mit einer Abschwächung

des Wirtschaftswachstums dürfte dies dazu führen, dass die Zinserhöhungen im ersten Halbjahr 2023 auslaufen.

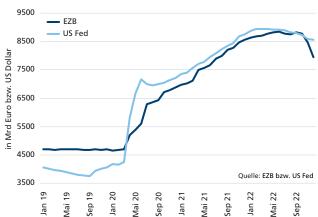
Zinserhöhungen laufen aus – Geldmengenreduzierung erst am Anfang



Leitzinsen USA und Euroraum



Bilanzen der Zentralbanken



Liquiditätsentzug durch Anleihenverkäufe

Außer an den Zinsen lässt sich die Wirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaft auch an der umlaufenden Geldmenge ablesen. Hier ist die Verschärfung der Geldpolitik erst in einem frühen Stadium.

Das zeigt sich sowohl an der Bilanzsumme der Zentralbanken (Wachstum oder Schrumpfung), als auch am Zuwachs der Geldmenge, z. B. M2 oder M3, also des in der Wirtschaft verwendeten Geldbestands. Die führenden Notenbanken Fed und EZB haben dem Geldkreislauf seit Jahresmitte vier Prozent (Fed) bzw. neun Prozent (EZB) entzogen.

Das Wachstum des in der Wirtschaft umlaufenden Geldes (bezogen auf M2 bzw. M3) ist in den USA zum Stillstand gekommen, hat sich im Euroraum indes erst marginal verlangsamt. Die geldpolitischen Restriktionen werden im Laufe dieses Jahres voll zum Tragen kommen. Das Abschmelzen der Anleihenbestände dürfte bei den Renditen für länger laufende Staatsanleihen (fünf und zehn Jahre) und den Darlehenszinsen für einen nochmaligen Aufwärtsdruck sorgen.

Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik verringert Rezessionsgefahr

Steigende Zinsen beziehungsweise Renditen verursachen höhere Finanzierungskosten bei Immobilienkäufen ebenso wie bei Investitionen und in der Folge eine sinkende Nachfrage, die sich auf andere Wirtschaftsbereiche wie den Konsum überträgt. Gleichzeitig führt die wirtschaftliche Abschwächung zu rückläufigen Inflationserwartungen und damit nachgebenden Zinsen, besonders bei langlaufenden Anleihen. Im Ergebnis sind die Renditen länger laufender Anleihen niedriger als die Renditen kürzer laufender Anleihen. Man spricht von einer inversen Zinskurve. Eine inverse Zinskurve gilt allgemein als Frühindikator einer Rezession. In den USA liegt diese Konstellation seit Oktober 2022 vor, in Europa ist eine Invertierung erst seit Kurzem erkennbar.

Kapitalmarktzinsen USA



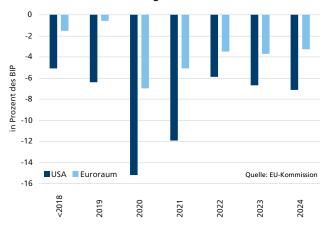
Allerdings ist die Situation aufgrund der Anleihenkäufe der Notenbanken derzeit komplizierter. So können die Notenbanken durch den Kauf langlaufender Anleihen beziehungsweise den Verkauf von Kurzläufern Rezessionserwartungen (über eine inverse Zinskurve) bewusst fördern und Inflations-

erwartungen der Marktteilnehmer dämpfen. Ein weiterer Adressat der Notenbanken dürften die Regierungen sein, die für die Rezessionsbekämpfung in

die Pflicht genommen werden. Dies zeigt sich besonders deutlich in den USA, wo das sogenannte Gesetz zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act) in Wirklichkeit dazu dient, Konsum und Investitionen zu fördern. Für 2023 und 2024 ist ein Defizit in Höhe von jeweils sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts oder 1.400 Milliarden US-Dollar geplant. Das ist mehr als das Doppelte des im Euroraum vorgesehenen Werts.

Vor dem Hintergrund der expansiven Fiskalpolitik (höhere öffentliche Ausgaben und Verschuldung) ist

Jährliche Neuverschuldung USA und Euroraum



auch die Erwartung einer relativ stabilen Konjunktur in den USA zu verstehen. Die Fed und die EZB rechnen mit einem Wachstum von jeweils 0,5 Prozent, in den USA entspricht dies im Vergleich zu 2022 einem gleichbleibenden Wachstum, für den Euroraum bedeutet dies eine Verlangsamung um fast drei Prozent.

Im Winterhalbjahr (Oktober 2022 bis April 2023) wird im Euroraum sogar mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung an sich, also einer "technischen Rezession" gerechnet. Dieses Risiko ist nicht symmetrisch verteilt, betont die EZB angesichts der Kriegsrisiken. Die Wahrscheinlichkeit einer stärkeren Abschwächung ist größer. Die angenommene Erholung im zweiten Halbjahr beruht implizit auf einer verbesserten politischen und wirtschaftlichen Lage. Ansonsten könnte aus der prognostizierten techni-

> schen Rezession eine reale Rezession werden. Beispiele sind das Jahr 2008 oder die Eurokrise von 2011 bis 2013.

Die inverse Zinskurve impliziert eine Rezessionserwartung in den USA

Längerfristige Zinsprognose: Wachstum vs. **Preise**

Das Zusammenspiel von Inflation, Wachstum und Zinsen beeinflusst auch eine längerfristige Zinsprognose, für die es drei Szenarien gibt:

Im ersten (positiven) Szenario wäre, basierend auf der Hauptprognose der amerikanischen Notenbank, mit einer rückläufigen Inflation zu rechnen, ohne dass es zu einer Rezession kommt. Schließlich würde die Inflation wieder die Zielmarke von zwei Prozent erreichen. Dann könnte die Fed (nach möglichen

weiteren Anhebungen) die Zinsen bis 2025 von etwa fünf Prozent auf drei Prozent senken, was zu niedrigeren Renditen der langlaufenden Anleihen führen dürfte. Auch in Europa würden Leitzinsen und Renditen längerfristig unter ihr derzeitiges Niveau sinken.

Im zweiten (negativen) Szenario würden sich die politischen und wirtschaftlichen Folgen des Krieges in

stärkeren Zinsschwankungen niederschlagen: Bei einer Verschärfung der aktuellen Konjunkturschwäche könnten die Notenbanken

gezwungen sein, Zinserhöhungen auszusetzen. Längerfristig würde die Kombination einer nicht bewältigten Inflation und einer Verschlechterung des globalen Inflationsumfelds zu einem anhaltend höheren Zinsniveau führen – vergleichbar mit dem vor der Finanzkrise.

Ein drittes Szenario scheint besonders plausibel. Kurzfristig gelingt es, wie im ersten Szenario, eine Rezession zu vermeiden und gleichzeitig den Preisauftrieb zu bremsen. Längerfristig würde die nachhaltige Verschlechterung des Inflationsumfeldes dazu führen, dass sich Zinsen und Renditen auf oder leicht über dem aktuellen Niveau bewegen.

Fazit:

Inflationsumfeld belastet den

langfristigen Zinsausblick

Die Zinserhöhungen laufen aus, aber die Zinsen bleiben längerfristig auf einem erhöhten Niveau. Der rasante weltweite Anstieg der Leitzinsen und Anleihenrenditen wird in diesem und im kommenden Jahr 2024 in der realen Wirtschaft und auf den Kapitalmärkten verarbeitet werden. Eine Rezession wird voraussicht-

> lich sowohl in den USA als auch im Euroraum knapp vermieden werden. Dazu wird hauptsächlich die Fiskalpolitik

in Form einer Ausweitung der Defizite um 0,8 Prozent beziehungsweise 0,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beitragen.

Durch weitere moderate Zinsanhebungen sollen die bereits sinkenden Inflationsraten unterstützt werden. Falls sich die Anzeichen für eine Rezession mehren, ist mit einer Zinspause zu rechnen. Längerfristig könnte bei einer weiteren Verschlechterung des globalen Inflationsumfelds das erreichte Zins- und Renditeniveau auch leicht übertroffen werden.

Konjunkturausblick – Erholung ab Frühjahr

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) wird den Prognosen zufolge im Winterhalbjahr 2022/23 schrumpfen und die deutsche Wirtschaft damit in eine Rezession rutschen. Ab dem Frühjahr 2023 dürfte sich die Konjunktur dann erholen, so das ifo Institut. Gerade werden die Inflationszahlen wieder einstellig, die Anzeichen für einen Wachstumsstillstand mehren sich. Vor allem bei der Kreditvergabe zeigt sich die Bremswirkung der ab Mitte 2022 erfolgten Zinsanhebungen. Nach einem schwachen Jahresausklang bedeutet dies, dass 2023 zumindest mit einem Quartal negativen Wachstums zu rechnen ist. Mit dem zweiten Quartal erwarten nationale und europäische Volkswirte eine allmähliche Erholung des BIP-Wachstums. Die Konjunktur sollte zur Jahresmitte Fahrt aufnehmen, vor allem, wenn die Zinserhöhungen wie erwartet aufgrund nachgebender Inflation und Rohstoffpreise auslaufen. Im Gesamtjahr 2023 rechnen Konjunkturbeobachter im Mittel mit einem BIP-Rückgang von 0,3 Prozent in Deutschland, da hier die Rohstoffabhängigkeit der Industrie besonders zum Tragen kommt. Der gesamte Euroraum wird mit einem Wachstum von circa 0,5 Prozent an einer Rezession vorbeischrammen. Der Preisanstieg wird sich von über acht Prozent im Jahr 2022 auf sechs Prozent im Euroraum beziehungsweise 6,4 Prozent in Deutschland abschwächen.

Versorgungssicherheit

Dr. Stefan Klotz

100 Prozent erneuerbarer Energie in Deutschland – ist das möglich?

ENERGIEWENDE

Seriöser Plan oder tollkühne Träumerei? Wenn es nach der Bundesregierung geht, soll die Stromversorgung schon im Jahr 2030 zu 80 Prozent auf erneuerbaren Energien beruhen und wenige Jahre später auf 100 Prozent ansteigen. Ist das überhaupt möglich und wenn ja, wie?

Eines vorab: Es gibt drei gute Gründe, die Stromversorgung möglichst rasch und weitgehend auf erneuerbare Energiequellen umzustellen. 1. Die Auswirkungen des Klimawandels sind bereits deutlich zu spüren. Wir müssen den Ausstoß von Treibhausgasen und vor allem von CO2 rasch und umfassend reduzieren. Zur Klimaneutralität bis 2045 hat sich Deutschland auch infolge eines einschlägigen Urteils des Bundesverfassungsgerichts ohnehin verpflichtet. 2. Fossile Energien, die überdies endlich sind, sind immer schwieriger und zunehmend nur unter Inkaufnahme massiver Umweltschäden zu fördern. Die Auswirkungen auf das Ökosystem der Arktis oder die Verschmutzung bei der Ölsandförderung machen dies sehr deutlich. 3. Wir beziehen fossile Energien, ebenso wie das Uran für Kernkraftwerke, überwiegend aus Ländern, deren Gesellschaftsordnungen "problematisch" sind – man denke an Katar oder

Saudi-Arabien. Es wäre ein enormer Gewinn, solche Abhängigkeiten zu beenden.

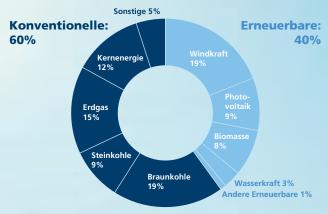
Der Ausgangspunkt

Derzeit werden in Deutschland jährlich rund 600 Terawattstunden (TWh = 1 Milliarde Kilowattstunden) Strom verbraucht. Der Anteil der erneuerbaren Energien an der Deckung dieses Verbrauchs ist bis 2021 auf gut 40 Prozent gestiegen. Etwas mehr, nämlich rund die Hälfte der Gesamtmenge, wird durch das Verbrennen von Kohle, Gas und Öl erzeugt, während die Kernenergie im Jahr 2022 weniger als fünf Prozent beisteuerte.

Die Herausforderung besteht zunächst darin, die nuklearen und fossilen Energiequellen durch vorhandene Techniken der erneuerbaren Energieerzeugung zu ersetzen, ohne auf Basisinnovationen wie die Kernfusion zu spekulieren und ohne Einschnitte im Versorgungsniveau in Kauf zu nehmen. Dass eine vollständige Stromversorgung durch erneuerbare Energien in diesem Sinne grundsätzlich möglich ist, wurde bereits im Jahr 2011 in einem Gutachten des Sachverständigenrats für Umweltfragen gezeigt. Seitdem haben viele weitere Studien diesen Standpunkt bestätigt.

Der Weg dorthin erscheint auf den ersten Blick einfach: Deutschland muss massiv in erneuerbare Energieanlagen (EEA) investieren. Konkret bedeutet dies, dass sich die installierte Leistung bei Sonnen- und Windkraftwerken von zuletzt 123 GW (Gigawatt)

Bruttostromerzeugung 2021



Quelle: Statistisches Bundesamt (Destatis)nach AGEE-Stat und AGEB

IM VOLLSPRINT

mindestens verdoppeln muss. Das sogenannte "Osterpaket", eine energiepolitische Gesetzesnovelle der Bundesregierung, sieht sogar eine Verdreifachung auf 360 GW vor, getragen im Wesentlichen von einem Ausbau der Solarenergie um jährlich 22 GW auf rund 215 GW Leistung im Jahr 2030. Die Kapazität der Windenergie an Land soll im gleichen Zeitraum um 10 GW pro Jahr auf rund 115 GW wachsen.

Die Herausforderungen

Die nötige Kapazität aufzubauen, wird nicht genügen. Das liegt einfach daran, dass die Sonne nicht immer scheint und der Wind nicht ständig weht. Ein vollständig auf erneuerbaren Energien beruhendes Energiesystem benötigt daher zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit sowohl rechnerische Überkapazitäten als auch vielfältige Möglichkeiten,

Erläuterung zentraler Begriffe

Sonnenenergie	Während die Photovoltaik auf den bekannten Solarzellen beruht, erzeugt die Solarthermie aus Sonnenstrahlen Wärme, die entweder direkt genutzt oder in Strom gewandelt wird.
Windenergie	Auf dem Festland gewonnene Energie aus Wind heißt Onshore-Energie, auf See erzeugte Energie hingegen Offshore-Energie.
Wasserkraft	Für die Energiewende bedeutsam sind vor allem Pumpspeicherkraftwerke, da sie flexibel Energie speichern können. Der Bau zusätzlicher Pumpspeicherkraftwerke ist in Deutschland nahezu unmöglich.
Biomasse	Dezentrale Form der Energieerzeugung aus biologischen (Abfall-)Stoffen mit einem nur noch geringen Ausbaupotenzial.
Power-to-X	Ein chemischer Umwandlungsprozess zum Stoff X mit Hilfe elektrischen Stroms, entweder zur Speicherung von Energie oder als Treibstoff (Schiffs- und Flugverkehr). Am häufigsten spricht man von Power-to-Gas ("PtG"). Vorrichtungen für den Umwandlungsprozess heißen Elektrolyseure.
Wärmepumpen	Treibhausgasfreie Erzeugung von Wärme nach dem umgekehrten Prinzip von Kühlschrän- ken.

Energie zu speichern. Kurze Zeiträume wie Stunden oder allenfalls Tage lassen sich mit Batterien überbrücken. Die saisonale Speicherung hingegen beruht auf Technologien, Energie in Form von Gasen wie Wasserstoff oder Methan langfristig zu speichern ("Power-to-Gas"). Das ist vor allem deshalb nötig, um die niedrigere Ausbeute bei den erneuerbaren Energien im Winter zu kompensieren.

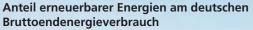
Dies ist nicht die einzige Herausforderung: So wird in Norddeutschland viel mehr Windenergie erzeugt als in Bayern, das aber einen deutlich höheren Strombedarf hat. Bereits heute wird die Einspeisung von Windstrom zeitweise heruntergeregelt, weil der überschüssige Strom nicht ausreichend weitergeleitet werden kann. Der vieldiskutierte Ausbau der Stromtrassen ist einer der Knackpunkte der Energiewende.

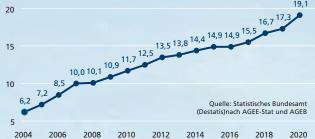
Hinzu kommt ein weiterer Aspekt: Ein Stromnetz muss immer im Gleichgewicht zwischen eingespeister und entnommener Energie sein und damit umgehen können, wenn der Verbrauch plötzlich steigt oder fällt. Derzeit wirken die rotierenden Massen in den konventionellen Kraftwerken als Momentanreserve, so nennt man den Puffer für die Schwankungen im Stromnetz. Schwungräder sind eine inzwischen etablierte Antwort auf dieses Problem. An der irischen Südwestküste wurde vor Kurzem das bislang weltweit größte Rad installiert, das mit 120 Tonnen Masse die benötigte Momentanreserve bereithält. Die überschüssige Energie beschleunigt hierbei den Rotor. Danach kann die Rotationsenergie mittels eines Generators wieder in Strom umgewandelt werden.

Trotz aller Herausforderungen gibt es Grund zum Optimismus: Mehrere Studien, darunter eine des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) zeigen, dass der aktuelle Strombedarf bereits 2030 nur aus erneuerbaren Energien gedeckt werden kann – unter der Voraussetzung, dass alles getan wird, um dieses Ziel zu erreichen.

Die Strommenge wird steigen

Das "Osterpaket" sieht eine Verdreifachung der installierten Leistung vor. Warum plant die Bundesregierung das, obwohl für 100 Prozent erneuerbar produzierten Stroms eine Verdopplung ausreichen würde? Der Grund ist einfach: Momentan macht Energie in Form elektrischen Stroms nur etwa ein Viertel des





gesamten deutschen Endenergieverbrauchs von über 2.500 TWh aus. Aber der technologische Wandel lässt den Stromanteil an der Energieversorgung stetig steigen, man denke nur an die Umstellung von Autos mit Verbrennermotor auf E-Antrieb. Daneben müssen auch Wärme zum Heizen, Prozesswärme für die Industrie sowie Treibstoffe für den Flug- und Schiffsverkehr elektrisch erzeugt werden, um bis 2045 wirklich klimaneutral zu werden.

Erleichtert wird der Weg zur Klimaneutralität durch die höhere Effizienz erneuerbarer Energien. Derzeit geht wegen des recht geringen Wirkungsgrades fossiler Energieerzeugung noch mehr als ein Viertel der deutschen Primärenergieerzeugung verloren. Nötig sind aber auch deutliche Fortschritte bei der energetischen Gebäudesanierung, um den Bedarf zu senken. Die Höhe des künftigen Energiebedarfs ist kaum vorhersehbar, Schätzungen über die Höhe der benötigten Kapazitäten erneuerbarer Energieanlagen gehen deshalb weit auseinander. Mit einer Spannbreite von etwa 450 GW bis 700 GW liegen sie zwar über dem für 2030 angepeilten Zwischenziel von 360 GW, aber auch nicht um ein Vielfaches darüber.

Deutschland ist keine Insel

In den bisherigen Darstellungen wurde Deutschland wie eine einsame Insel der Energieversorgung behandelt. Tatsächlich ist es jedoch in ein paneuropäisches Netz eingebunden, das von Gibraltar bis ans Schwarze Meer eine halbe Milliarde Menschen mit Strom versorgt. Der Wert dieses Verbundes für Deutschland wird künftig noch wachsen. Zum einen lassen sich in diesem großen Netzverbund Schwankungen leichter ausgleichen, zum anderen kann Deutschland von der stärkeren Sonneneinstrahlung in Südeuropa profitieren. Solche Stromimporte helfen vor allem im Winter. In der Konsequenz kann die Infrastruktur zur Erzeugung, Verteilung und Lagerung von synthetischem Gas aus erneuerbaren Energien deutlich kleiner sein, als wenn Deutschland auf sich allein gestellt wäre. Um diese Vorteile wirklich nutzen zu können, ist jedoch ein deutlicher Ausbau der internationalen Netzverknüpfungen nötig. Bisher gibt es z. B. zwischen Deutschland und Frankreich nur fünf Übergabepunkte. Insgesamt sollte die Austauschkapazität um das Dreifache gesteigert werden. Unter diesen Bedingungen halten viele Experten eine vollständige Energieversorgung durch erneuerbare Energien bereits 2040 für realistisch. Dabei ist die Option, grünen Wasserstoff von anderen Kontinenten zu importieren, noch nicht berücksichtigt.

Kosten, Kritik, Probleme

Bei komplexen Projekten steckt bekanntlich der Teufel im Detail. Die optimistischen Überlegungen übergehen etliche Probleme, die nicht ohne Weiteres zu lösen sind. So darf der Rohstoffbedarf für die neue Infrastruktur nicht unterschätzt werden, der vom Stahl für Windräder bis zu verschiedenen Metallen und seltenen Erden für Batterien reicht, zumal die Materialengpässe durch den weltweiten Umbau der Energieversorgung verstärkt werden. Ohne den – wegen der Nachhaltigkeit ohnehin gebotenen – schnellen Einstieg in eine Kreislaufwirtschaft wird es kaum gehen.

Auch der Fachkräftemangel könnte die Energiewende spürbar bremsen. Bereits jetzt kommt es bei der Installation von Wärmepumpen zu langen Wartezeiten. Auch in anderen Bereichen zeichnen sich personalbedingte Engpässe ab. Die Politik wird mit geeigneten Maßnahmen gegensteuern müssen. Zudem mangelt es immer noch an der gesellschaftlichen Akzeptanz für neue Energieanlagen und Übertragungswege. Quälend lange Diskussionen über die neue Infrastruktur werden wir uns nicht leisten können.

Ein gewisser Flächenverbrauch wird sich nicht vermeiden lassen. Allerdings können die für die Photovoltaik benötigten Flächen größtenteils auf bestehenden Bauten realisiert werden. Die für Windenergie geplanten zwei Prozent der Landesfläche werden wohl nicht überschritten werden.

Stromgestehungskosten 2021 (Durchschnitte)



Viele fürchten auch hohe Energiekosten durch die Umstellung auf erneuerbare Energieanlagen. Dazu besteht allerdings kein Anlass. Schließlich haben sich allein in den letzten zehn Jahren die Kosten für Windstrom annähernd halbiert, bei der Photovoltaik sind sie sogar um rund 85 Prozent gesunken. Schon vor dem diesjährigen Kostenschock waren fossile Energien teurer, das gilt auch für die Kernenergie. Somit kommen alle seriösen Studien zu dem Schluss, dass die Gesamtkosten für eine komplett auf erneuerbaren Energien basierende Strom- und Wärmeversorgung Deutschlands nicht höher sein werden, als die in den letzten Jahren aufgewendeten Kosten. Erneuerbare Energieanlagen haben allerdings eine andere Kostenstruktur als die fossile Energiegewinnung: Es müssen relativ hohe Investitionskosten geschultert werden, dafür entfällt im laufenden Betrieb der Einkauf von Brennstoffen.

Fazit:

Das Bundeswirtschaftsministerium spricht von der "Energiewende im Vollsprint". Auch wenn sich deren Ziele zum vollständigen Umstieg auf erneuerbare Energien zeitlich als etwas zu ambitioniert erweisen sollten, sind sie im Kern doch realistisch. Weder Technik noch Ökonomie stehen dem entgegen – die ernsthafteste Bedrohung sind politische Partikularinteressen. Für alle Teilbereiche der Energiewende gilt: Die künftig notwendigen Ausbauraten sind in der Vergangenheit in manchen Jahren bereits erreicht worden. Die Energiewende ist also machbar, selbst wenn man keinerlei technischen Fortschritt unterstellt. Aus Investorensicht dürfte die Erkenntnis zentral sein, dass der massive Ausbau der erneuerbaren Energieanlagen unverändert notwendig ist und somit lohnend sein dürfte. Dies gilt ebenso für weitere Energieinfrastruktur wie z. B. für Anlagen zur Energieumwandlung.

Wichtiger Hinweis

Diese Unterlage darf ohne vorherige schriftliche Einwilligung der HELLERICH GmbH weder geändert, vervielfältigt noch reproduziert werden. Die Inhalte werden Ihnen lediglich als Information zugänglich gemacht und dürfen weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weitergegeben oder veröffentlicht werden. Hiervon ausgenommen ist die Nutzung zum persönlichen, nicht kommerziellen Gebrauch des Empfängers. Sie richtet sich ausschließlich an Kunden, die ihren Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland haben und insbesondere nicht an Kunden mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika.

Insbesondere dürfen Anteile der dargestellten Fonds weder innerhalb der USA noch an oder auf Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Dieses Informationsdokument und die in ihm enthaltenen Informationen richten sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, insbesondere nicht in den USA, noch dürfen sie in anderen Staaten, insbesondere nicht den USA, verbreitet werden.

Anteile an den dargestellten Fonds dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt.

Die Inhalte dienen lediglich zu Informationszwecken; dies gilt insbesondere auch für Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Wertpapieren. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie sollen lediglich eine selbstständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzen nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Die Informationen in dieser Unterlage wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die HELLERICH GmbH übernimmt jedoch weder Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit noch irgendeine Garantie. Die in der Unterlage gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Eine dargestellte Strategie oder ein Investmentansatz dürfen ebenso wenig wie irgendein anderer Inhalt als Empfehlung bestimmter Finanzinstrumente oder zur Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung verstanden werden; sie stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung

Alleinige Grundlage für den Erwerb von Fondsanteilen sind die Verkaufsunterlagen zu dem jeweiligen Fonds (der aktuelle Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen, der aktuelle Rechenschaftsbericht und – falls dieser älter als acht Monate ist – der aktuelle Halbjahresbericht), die bei der HELLERICH GmbH, Königinstraße 29, D-80539 München, der Verwahrstelle DZ PRIVATBANK S.A. oder am Sitz der Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxemburg) S.A., beide 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxembourg, bei der Zahlstelle in Deutschland DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, D-60265 Frankfurt am Main sowie im Internet unter www.ipconcept.com, www.dz-privatbank.com oder www.hellerich de kostenfrei in deutscher Sprache erhältlich sind. Hinweise zu Chancen und Risiken des Investmentfonds können dem Verkaufsprospekt entnommen werden. Anbieterin der Fondsanteile ist die IPConcept (Luxembura).

Grundlage für die Entscheidung über die Inanspruchnahme einer Wertpapierdienstleistung müssen weitergehende Informationen sein, die Ihnen die HELLERICH GmbH auf Anforderung oder in einem persönlichen Gespräch gerne zur Verfügung stellt. Es bedarf weiterer Informationen, um sich ein vollständiges Bild von den dargestellten Dienstleistungen zu machen und eine informierte Abschlussentscheidung zu treffen. Die HELLERICH GmbH ist wie folgt zu erreichen: HELLERICH GmbH, Königinstraße 29, D-80539 München, www.hellerich.de, info@hellerich. de, +49 89 28 72 38 0. Grundlage für die in der Präsentation enthaltenen Tabellen und Grafiken sind, soweit keine Quelle vermerkt ist, eigene Daten der HELLERICH GmbH.

© 2023 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen.



HELLERICH GmbH

Königinstraße 29, 80539 München Tel. +49 89 28 72 38-0 info@hellerich.de www.hellerich.de

V.i.S.d.P.

Auszeichnungen







