



Wirtschaftspolitik

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

2025: Ein Jahr voller „E“ (Chancen) und „H“ (Risiken)

- » **Das Jahr 2024 hielt einige Überraschungen bereit – sowohl erfreuliche als auch negative. Dies dürfte 2025 nicht anders werden.**
- » **Zahlreiche denkbare Chancen und Risiken schaffen es nicht in die Prognosen, weil sie entweder wenig greifbar oder zu unwahrscheinlich sind.**
- » **An den potenziell erheblichen Auswirkungen für Wirtschaft und Finanzmärkte ändert das nichts. Ein Bewusstsein für deren Existenz ist sinnvoll.**

In diesen Wochen neigt sich zwar ein ereignisreiches Jahr mit vielen Auf und Abs dem Ende zu. 2025 dürfte allerdings nicht weniger spannend werden. Alle Entwicklungen im Vorfeld (richtig) zu antizipieren, kann als unerreichbar betrachtet werden. Zwar sind wir uns der zahlreichen Risiken ebenso bewusst wie etlicher Chancen. Aufgrund einer fehlenden Greifbarkeit oder einer zu geringen Eintrittswahrscheinlichkeit schaffen es diese jedoch nicht in die Prognosen der Hauptszenarien. Dies ändert nichts daran, dass im Fall der Fälle mit signifikanten Auswirkungen auf volkswirtschaftlicher Ebene sowie für die internationalen Finanzmärkte zu rechnen wäre. Die Liste an Chancen („E“) und Risiken („H“) erhebt dabei keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Vielmehr soll sie für die Tragweite einzelner Entwicklungen sensibilisieren – egal ob auf geo- und wirtschaftspolitischer Ebene oder mit Blick auf spezifische Finanzmarktentwicklungen.

- » **Einigkeit:** Mitglieder der Europäischen Union ziehen an einem Strang
- » **Eifer bei Reformen:** Bundesregierung geht zentrale Punkte an
- » **Einkaufstour:** Deutsche Verbraucher geben Zurückhaltung auf
- » **Erfolgsrezept:** China findet den Schlüssel zu massiver Konjunkturerholung
- » **Hostilität:** Feindseligkeiten auf militärischer Ebene eskalieren weiter
- » **Herrschaftsanspruch Pekings** gegenüber Taiwan
- » **Handelskonflikt** mit globalem Ausmaß
- » **Haushaltsdefizite im Fokus** – globaler Anker für die Finanzmärkte in Gefahr
- » **Hängepartie** nach Bundestagswahl im Kern Europas
- » **Hoffnungen** über Siegeszug Künstlicher Intelligenz lösen sich in Luft auf

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
11.12.2024 10:17 Uhr

INHALT

2025: EIN JAHR VOLLER „E“ (CHANCEN) UND „H“ (RISIKEN)	2
Chancen 2025 – „die vier Erfolgsaussichten“	2
Risiken 2025 – die „sechs Herausforderungen“	3
I. IMPRESSUM	6

Ersteller:
Sören Hettler, ANALYST

2025: EIN JAHR VOLLER „E“ (CHANCEN) UND „H“ (RISIKEN)

Chancen 2025 – „die vier Erfolgsaussichten“

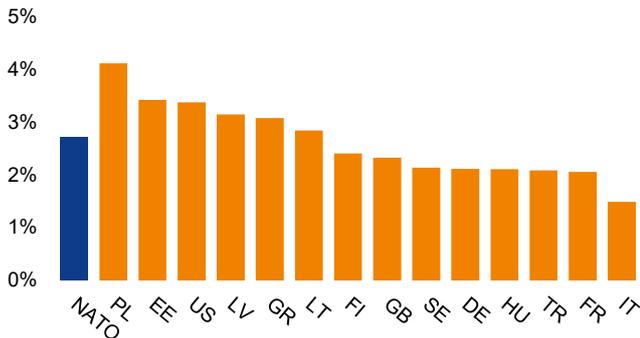
Einigkeit: Mitglieder der Europäischen Union ziehen an einem Strang

Einige Monate hat es gedauert, nun steht die EU-Kommission um Ursula von der Leyen. Die Herausforderungen sind seit der Europawahl nicht geringer geworden. Nicht weniger als die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und die Wiederherstellung der Verteidigungsfähigkeit der Gemeinschaft stehen auf der Agenda. Unter anderem geht es um Fortschritte beim Bürokratieabbau und der Bankenunion sowie eine stärkere Koordination und möglicherweise Finanzierung von Rüstungsausgaben auf EU-Ebene. Mindestens ebenso wichtig wie die Maßnahmen wäre dabei ein geschlossenes Auftreten der EU-Kommission, des EU-Parlaments sowie der Staats- und Regierungschefs. Dies gilt insbesondere als Gegengewicht zur US-Politik, wo Weißes Haus und beide Kammern des Kongresses in der Hand der Republikaner sind. So dürfte eine starke Verhandlungsposition hilfreich sein, um Auswege aus den sich anbahnenden Handelskonflikten zu finden. Eine starke EU-Familie könnte bedeutende Hemmnisse für die Wirtschaft und insbesondere Unternehmen zurückdrängen, wodurch u.a. die Investitionsbereitschaft begünstigt würde.

Ein starkes, wettbewerbsfähiges und geeintes Europa als globales Gegengewicht zu Trumps USA

Muss die EU bald (noch) mehr in Verteidigung investieren?

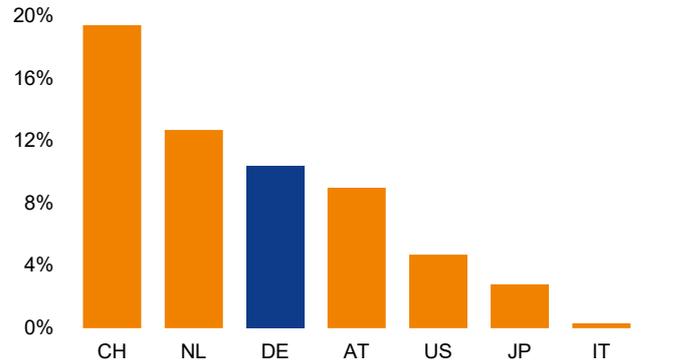
Anteil der Rüstungsausgaben gemessen am BIP



Quelle: Statista, DZ BANK

Deutsche Sparen im internationalen Vergleich viel

Sparen privater Haushalte 2023: Anteil am verfügbaren Einkommen



Quelle: Destatis, DZ BANK

Eifer bei Reformen: Bundesregierung geht zentrale Punkte an

Einen bedeutenden Einfluss auf die Einigkeit und die Handlungsfähigkeit Europas dürfte der künftigen Bundesregierung zukommen. Sinnvoll wäre es, die altgediente Führungsrolle zurückzugewinnen. Grundvoraussetzung dürfte sein, wichtige Reformen im Inland durchzuführen, um der deutschen Wirtschaft neuen Schwung zu verleihen. Um eine moderat expansive Fiskalpolitik wird man in diesem Zusammenhang wohl ebenso wenig herumkommen wie an einer (transformativen) angebotsorientierten Wirtschaftspolitik. Dazu gehört auch eine aktivere Industriepolitik, die nachhaltiges Wirtschaftswachstum fördert. Investitionen in Infrastruktur, Digitalisierung, Bildung und E-Mobilität sollten wichtige Eckpfeiler dieser Maßnahmen sein – im besten Fall in einer Kombination aus staatlichen und privaten Geldern.

Deutschland geht wichtige Reformen an und schafft stabilen Rahmen für Wirtschaft und Bevölkerung

Einkaufstour: Deutsche Verbraucher geben Zurückhaltung auf

Gelingt es der künftigen Bundesregierung, die richtigen Akzente zu setzen, könnte eine Aufbruchstimmung erzeugt werden, die der Konsumlaune der deutschen Bevölkerung auf die Sprünge hilft. Gedämpft durch Verunsicherung, Sorge um Arbeitsplatzverluste und geopolitische Krisenherde bewegt sich die Sparquote gemessen

Deutsche Konjunktur profitiert von besserer Konsumlaune der Bevölkerung

am verfügbaren Einkommen hierzulande auf sehr hohem Niveau. Zum Vergleich: Während die Quote in den USA bei knapp 5% und in Italien unter 1% liegt, bewegt sie sich in Deutschland oberhalb von 10%. Luft, eine Aufhellung der Konsumneigung umzusetzen, besteht bei den deutschen Bürgerinnen und Bürgern also ausreichend. Und dass der Konsum durchaus das Potenzial hat, der Konjunktur Auftrieb zu verleihen, hat das dynamische US-Wachstum in diesem Jahr eindrucksvoll gezeigt.

Erfolgsrezept: China findet den Schlüssel zu massiver Konjunkturerholung

Ein bedeutender Hoffnungsträger für den globalen Aufschwung hat in den vergangenen Jahren häufig enttäuscht. So leidet die chinesische Konjunktur anhaltend unter dem zeitlupehaften Platzen der dortigen Immobilienblase und einer damit einhergehenden Belastung des Binnenkonsums. Umso erfreuter wurden die jüngsten Ankündigungen aus Peking an den Finanzmärkten aufgenommen, ein umfassendes staatliches Stützungspaket auf die Beine zu stellen. Um China wieder als globale Wachstumslokomotive zu etablieren, genügen diese Maßnahmen zwar nicht. Allerdings setzen einige Beobachter darauf, dass dies nur der erste Schritt in Richtung tiefergehender Reformen ist und beispielsweise Sozialreformen (wie etwa Rentenkasse) angegangen werden. Sollte dies geschehen, besteht die Chance, dass der Binnenkonsum des Landes mehr Zugkraft für die globale Wirtschaft entwickeln kann.

Chinesische Volkswirtschaft wird wieder zum Zugpferd der weltweiten Konjunktur

Risiken 2025 – die „sechs Herausforderungen“

Hostilität: Feindseligkeiten auf militärischer Ebene eskalieren weiter

Wie schnell militärische Auseinandersetzungen weitere Kreise ziehen können, haben der Nahost-Konflikt und die direkten Angriffe zwischen Israel und Iran in den vergangenen Monaten eindrucksvoll vor Augen geführt. Meldungen über eine Waffenruhe zwischen Israel und der libanesischen Hisbollah sind zwar ein Hoffnungsschimmer in der Region. Dennoch bleibt die Lage angespannt. Dasselbe gilt für die Situation im Osten Europas. Beinahe drei Jahre hält der Krieg zwischen Russland und der Ukraine nun an. Immer wieder schwadroniert Moskau über den möglichen Einsatz von Atomwaffen. Mutmaßlich aus Russland gesteuerte Sabotageaktionen und Cyberangriffe drohen westliche Partner stärker in den Konflikt zu verwickeln. Die Finanzmärkte haben in den vergangenen Quartalen zwar auf die andauernden militärischen Auseinandersetzungen reagiert. Besonders lange hielten erhöhte Verunsicherung oder auch der Rohölpreisanstieg aber nicht an. Beenden könnte diese unterschwellige Gelassenheit ein direkter Angriff Israels auf die Öl- und Atomanlagen des Irans, drohte in diesem Fall doch eine nachhaltige Beeinträchtigung der globalen Rohölversorgung. Dasselbe gilt für einen – absichtlichen oder versehentlichen – direkten Angriff Russlands auf die benachbarten NATO-Staaten. Eine dauerhaft hohe Risikoaversion an den Finanzmärkten sowie eine Flucht in sichere Anlage-segmente wären die Folge.

Hält der gelassene Blick der Finanzmärkte auf die militärischen Konflikte in Nahost und Osteuropa an?

Herrschaftsanspruch Pekings gegenüber Taiwan

Beinahe schon in den Hintergrund gerückt, deswegen aber nicht minder spannungsgeladen, ist der Dauerkonflikt zwischen der Führung in Peking und Taiwan. China hält am langfristigen Ziel einer Wiedervereinigung fest. Bei seinem jüngsten Treffen mit dem noch amtierenden US-Präsidenten Biden warnte Staatschef Xi mit Blick auf die Unterstützung der demokratischen Inselrepublik vor der Überschreitung roter Linien. Immer wieder kommt es auch zu militärischen Zwischenfällen und Provoka-

Geopolitischer Dauerbrenner Taiwan versus China als Auslöser für militärischen Konflikt zweier Großmächte

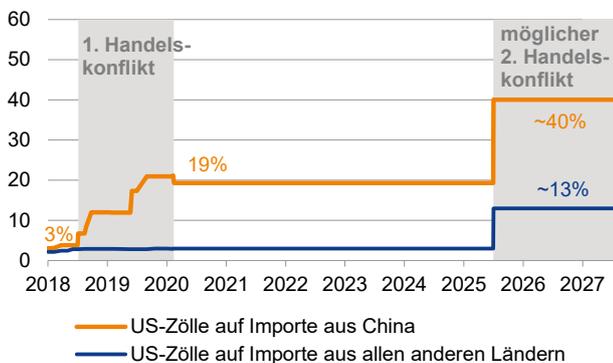
tionen vor allem in der Taiwanstraße. Eine zwangsweise Annexion der Inselrepublik durch Peking würde die Schutzmacht USA auf den Plan rufen und eine direkte Konfrontation zweier militärischer Großmächte in der Region nach sich ziehen. Eine weitere Vertiefung der ohnehin voranschreitenden Blockbildung auf geopolitischer Ebene (Demokratien gegen autoritäre Regime) wäre die Folge – inklusive bedeutender Brems Spuren in der weltwirtschaftlichen Entwicklung.

Handelskonflikt mit globalem Ausmaß

Selbst ohne kriegerische Auseinandersetzung zwischen wirtschaftlich bedeutenden Nationen steht es um die globalen Handelsbeziehungen derzeit alles andere als gut. Und die Chancen, dass sich hieran perspektivisch etwas ändert, sind mit dem bevorstehenden Einzug des Republikaners Trump ins Weiße Haus nicht gerade besser geworden – im Gegenteil! Im Wahlkampf hat er mit der Forderung nach einer teils drastischen Erhöhung der US-Importzölle Wahlkampf gemacht. Jüngste Äußerungen deuten zudem nicht darauf hin, dass er nach Amtseinführung einen Gang zurückschalten wird. Dabei droht nicht nur eine Spirale von Zöllen und Gegenzöllen zwischen den USA und bestehenden Handelspartnern. Vielmehr besteht die Gefahr, dass sich Handelskonflikte auf andere Länder ausweiten. Dies gilt zumindest, wenn Exporteure aus aller Welt versuchen sollten, rückläufige Absatzmöglichkeiten in den USA durch die Eroberung von Marktanteilen in anderen Regionen zu kompensieren. Die Debatte um chinesische E-Autos und entsprechende Einfuhrbeschränkungen der EU lassen grüßen. Eine massive Beschleunigung der De-Globalisierung, sowohl beim Absatz als auch bei den Lieferketten und der Produktion, würde einen erheblichen Wohlstandsverlust gerade für Industrienationen bedeuten.

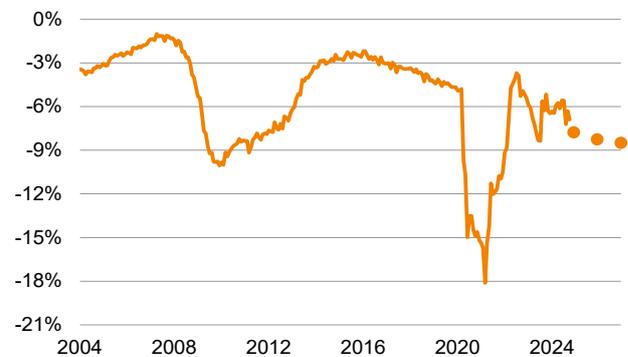
US-Importzölle könnten weitere Kreise ziehen und die Handelsbeziehungen im Rest der Welt belasten

„Tariff – the most beautiful word“
Annahmen über künftige US-Durchschnittszölle (in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

US-Haushaltssaldo tiefrot – Farbton wird noch dunkler
Haushaltssaldo auf US-Bundesebene (in % des BIP)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Haushaltsdefizite im Fokus – globaler Anker für die Finanzmärkte in Gefahr

Verstärkt in den Mittelpunkt rückt mit dem angehenden US-Präsidenten Trump die Haushaltssituation des Landes. So sollten sich seine Äußerungen, wonach geplante Steuersenkungen über höhere Importzölle gegenfinanziert werden, als Fehleinschätzung erweisen. Das ohnehin hohe US-Budgetdefizit von derzeit knapp 8% gemessen an der Wirtschaftsleistung und die nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds bei etwa 120% liegende Staatsverschuldung dürften folglich weiter ansteigen. Noch prekärer gestaltet sich die Lage in Frankreich. Hier wurde die Regierung unter dem ehemaligen EU-Brexit-Beauftragten Barnier aufgrund der Streitigkeiten über den Haushalt 2025 vom Parlament abgewählt. Dass der Schuldenstand mit 110% des BIP etwas unterhalb des US-Niveaus liegt, macht die Situation nicht wirklich besser. In Deutschland liegt dieser Wert zwar bei 63%,

Anlegervertrauen in Staatsanleihen gegeben – aber wie lange noch?

allerdings genügten bereits die anhaltenden Diskussionen um eine Lockerung der Schuldenbremse, um an den Finanzmärkten Unruhe und Spekulationen über einen drohenden Verlust der AAA-Bonität aufkeimenden zu lassen.

Während eine weiter nachlassende Kreditwürdigkeit Frankreichs wohl vorrangig auf die Risikoauflage des Landes sowie einzelner Mitglieder des Euroraums, insbesondere in der Peripherie, wirken und womöglich die Europäische Zentralbank mit dem Rettungsschirm TPI (Transmission Protection Instrument) auf den Plan rufen würde, dürfte ein erheblicher Reputationsverlust Deutschlands auf den gesamten Währungsraum ausstrahlen. Mit einem deutlichen Anstieg des allgemeinen Renditelevels an den Rentenmärkten in der EWU wäre zu rechnen. Das Pendant zu den Bundesanleihen für den Euroraum stellen auf globaler Ebene US-Staatsanleihen dar. Und dass auch die USA – gerade vor dem Hintergrund eines nachlassenden Interesses öffentlicher Investoren – nicht gänzlich vor einem Vertrauensverlust der Anleger gefeit sind, haben die vergangenen Jahre eindrucksvoll demonstriert. Ein signifikanter globaler Renditeanstieg würde eine zusätzliche Bürde für die ohnehin angeschlagene Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft darstellen.

Hängepartie nach Bundestagswahl im Kern Europas

Das Vertrauen in die deutsche Bonität dürfte unter anderem davon abhängen, inwieweit nach der Bundestagswahl eine handlungsfähige Regierung das Ruder in Berlin übernimmt. Geht es nach den Umfragen, dürfte die Suche nach einem neuen Bündnis nicht gerade einfach werden. Momentan kommt noch nicht einmal eine sogenannte Große Koalition auf eine Mehrheit der Wählerstimmen. Lediglich unter der Voraussetzung, dass weder FDP noch Linke in den künftigen Bundestag einziehen, dürfte ein vorstellbares Zweierbündnis die Chance auf deutlich über 50% der Abgeordneten haben. Die Alternative eines Dreierbündnisses dürfte nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre ebenso „attraktiv“ erscheinen wie eine Minderheitsregierung. Zumindest für die wirtschaftlichen und politischen Perspektiven Deutschlands und des Euroraums wären weitere Jahre ohne klare Linie und Vorgaben bei den Rahmenbedingungen aus Berlin alles andere als wünschenswert – von den notwendigen Reformen, darunter ein Abbau der Bürokratie, ganz zu schweigen.

Hoffnungen über Siegeszug Künstlicher Intelligenz lösen sich in Luft auf

War die deutsche Politik in den vergangenen Monaten meist nicht gerade für positive Stimmung an den weltweiten Finanzmärkten gut, ließ das Thema Künstliche Intelligenz (KI) die Herzen der Anleger an den Aktienmärkten im Technologiebereich ein ums andere Mal höherschlagen. Vor allem in der Halbleiterindustrie sorgte die Nachfrage nach KI-Chips für positive Überraschungen und Ausblicke. Sowohl bei den USA als auch den europäischen Indizes geht ein wesentlicher Teil des Kursanstiegs aus diesem Jahr auf das Konto von Aktienunternehmen, die von den KI-Hoffnungen profitierten. Die Kehrseite dieser Medaille sind mittlerweile teils ambitionierte Bewertungsniveaus. Immer wieder wird der Vergleich zur geplatzten Dotcom-Blase gezogen. Dass wir diese für überzogen halten, ändert nichts daran, dass nachhaltig aufkeimende Zweifel am langfristigen Siegeszug Künstlicher Intelligenz einen deutlichen Kurseinbruch an den weltweiten Aktienmärkten nach sich ziehen könnten. Insbesondere in den USA würde der für die Konjunktur wichtige Konsum wohl spürbar beeinträchtigt.

Refinanzierungsschwierigkeiten in Paris wären für die EWU ungünstig, Berlins gravierend, ...

... der USA ein globales Problem

Bundestag sucht die neue (stabile) Regierung

Zweifel am Erfolg Künstlicher Intelligenz wären nicht nur für die Aktienmärkte eine Herausforderung

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2024
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt mit dem Tag der Publikation**.

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

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

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

5.3 Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

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

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

6. Adressaten und Informationsquellen

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

Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt. Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

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

6.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

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

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

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

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

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

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

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments.

Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungsdienstleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainability (Powered by Sustainability) bereitgestellt werden. Weitere

Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

Die Vervielfältigung von Informationen, Daten oder Materialien, einschließlich Ratings ("Inhalte") in jeglicher Form ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Partei gestattet. Diese Partei, ihre verbundenen Unternehmen und Lieferanten ("Inhaltsanbieter") übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Inhalten und sind, ungeachtet der jeweiligen Gründe, nicht verantwortlich für (aus Fahrlässigkeit oder anderweitig entstandene) Fehler oder Auslassungen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwendungen, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich Einkommensverlusten oder entgangener Gewinne und Opportunitätskosten) im Zusammenhang mit der Verwendung der Inhalte. Der Verweis auf eine bestimmte Anlage oder ein bestimmtes Wertpapier, ein Rating oder eine Äußerung zu einer Anlage, die Teil der Inhalte ist, stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlageberatung angesehen werden. Ratings sind Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.