

FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.



Veröffentlicht am:
7.6.2024 12:11 Uhr

Erstellerin:
Tanja Pecher, Redaktion



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

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

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

Profitieren auch Sie von diesem Mehrwert Wissen:

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

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft



Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Alles ist möglich

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

dieses Jahr richtet sich alle Aufmerksamkeit auf das US-Präsidentschaftsduell zwischen Donald Trump und Joe Biden. Den Vorwahlen und Umfragen zufolge wird es eine knappe Angelegenheit. Selbst nach dem Schuldspruch im Schweigegeldprozess sind sich Beobachter uneins, ob dies dem republikanischen Kandidaten eher schadet oder doch in die Hände spielt.

In unserem Hauptszenario gehen wir nach wie vor davon aus, dass Joe Biden im Januar 2025 seine zweite Amtszeit antreten wird. Da aber für Donald Trump aktuell die Chancen nicht minder gut stehen, befassen wir uns in dieser Friedrich-Ausgabe mit der Frage, was wäre, wenn der nächste Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika wieder Donald Trump hieße.

Unter anderem beleuchten wir, warum ein Präsident Trump mit Blick auf die ökonomischen Auswirkungen zwar belastend sowohl für die US-amerikanische als auch die globale Wirtschaft wäre, einzelne Unternehmen indes unterm Strich aber sogar profitieren könnten – zumindest solche, die einen wesentlichen Teil ihrer Gewinne in den USA erzielen und versteuern.

Schließlich hat der republikanische Kandidat im Wahlkampf angekündigt, die Unternehmenssteuern noch weiter zu senken und die Importzölle insbesondere auf Produkte aus China deutlich zu erhöhen. Letzteres hätte für die Volksrepublik drastische Folgen. Hinzu kommt, dass Donald Trump getreu seinem bekannten Stil auf geopolitischer Ebene für eine gewisse Unberechenbarkeit sorgen dürfte – Schwankungen an den Finanzmärkten inklusive.

Über die aktuelle Stimmung vor Ort, sprich das, was die die Bürgerinnen und Bürger der USA bewegt und wo die Reise nach der Wahl hingehen könnte, sprechen wir im Experten-Interview mit Alexander Dickhoff, der als Firmenkundenbetreuer in der DZ BANK New York tätig ist.

Viel Spaß beim Lesen wünscht Ihnen

Ihr DZ BANK Research-Team

Inhalt

AUSGABE #2/2024



KAPITEL 1

Duell um die nächste US-Präsidentschaft

Was, wenn Trump die Partie gewinnt?

Seite 6



KAPITEL 2

Keine Höhenangst

Aber Rücksetzer einbeziehen

Seite 10



KAPITEL 3

Angst vor „Trump 2.0“ – ach i wo!

Aktienmärkte blicken recht entspannt auf die US-Präsidentschaftswahl

Seite 13



KAPITEL 4

Wenn Wähler entscheiden

Besonderheiten des US-Wahlsystems

Seite 16



KAPITEL 5

Mischpult

Musterportfolio

Seite 19

**Duell um die nächste
Präsidentschaft –
Einblicke aus
New York**

**KAPITEL 6
Experten-Interview**

Mit Alexander Dickhoff, Firmenkundenbetreuer der
DZ BANK in New York

Seite 23



**KAPITEL 7
Immer und überall**

Unser DZ BANK Research für Sie –
auf allen Kanälen

Seite 26



**KAPITEL 8
Trump und China**

Handelskonflikt 2.0 voraus

Seite 28



**KAPITEL 9
Dynamischer Anstieg**

US-Schuldenlast und die Anleihemärkte

Seite 32



**KAPITEL 10
Glosse**

Diogenes war nie Politiker

Seite 35

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 37

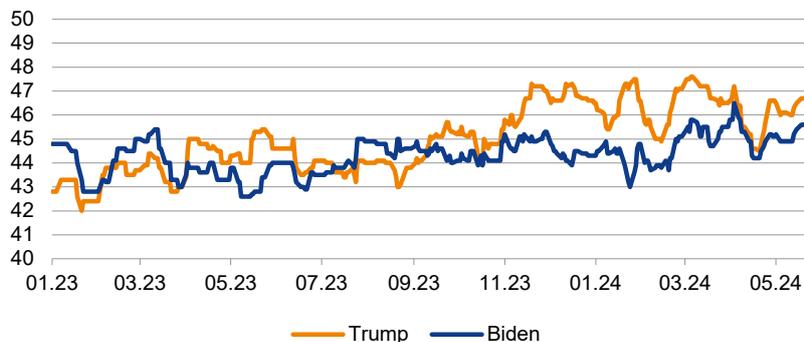


Duell um die nächste US-Präsidentschaft Was, wenn Trump die Partie gewinnt?

Alexander Buhrow, Economist

Noch lassen die Umfragen keinen klaren Favoriten für das US-Präsidentenamt erkennen. Höchste Zeit also, sich mit der Frage zu beschäftigen, wie es wirtschaftlich weitergehen könnte, wenn Donald Trump ins Weiße Haus zurückkehrt. Mit genügend Rückhalt im Kongress für „America First“ würde er vermutlich die Importzölle drastisch erhöhen und die Steuern in den USA senken, wodurch die internationalen Handelskonflikte und der Steuerwettbewerb wieder aufleben dürften.

DAS RENNEN UMS WEISSE HAUS WIRD ENG
WEN WÜRDEN SIE DERZEIT ZUM PRÄSIDENTEN WÄHLEN? NATIONALE UMFRAGE, IN %



Quellen: Real Clear Politics, Bloomberg, DZ BANK

Wahlkrimi bis zum Schluss

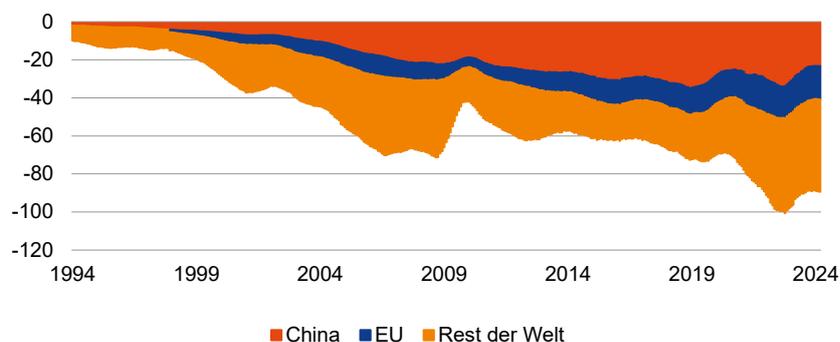
Inzwischen steht fest: Das Duell um den Einzug ins Weiße Haus zwischen Donald Trump und Joe Biden geht am 5. November 2024 in eine neue Runde. Einen eindeutigen Favoriten gibt es auch dieses Mal nicht. In landesweiten Umfragen liegen die Kandidaten seit Monaten nur knapp auseinander. Daher könnte die Entscheidung einmal mehr in den Swing States fallen, aber auch dort können die Umfragen bisher keinen eindeutigen Favoriten identifizieren. Im Übrigen sind Umfragen knapp ein halbes Jahr vor einem Urnengang noch lange keine Wahlergebnisse.

In unserem Hauptszenario gehen wir zwar weiter davon aus, dass es dem amtierenden Präsidenten Biden gelingen wird, sich seine zweite Amtszeit zu sichern. Seine Wirtschaftspolitik der „Bidenomics“ steht für Kontinuität und die robusten Konjunktur- sowie Arbeitsmarktzahlen dürften ihm in die Hände spielen, während Trumps Umfragewerte angesichts seiner Verurteilung als Straftäter einen entscheidenden Rückschlag erhalten könnten. Auf der anderen Seite haben viele Wähler Biden nicht verziehen, dass die Verbraucherpreise in den letzten Jahren so steil gestiegen sind, wofür den hohen Staatsausgaben der Biden-Administration die Schuld gegeben wird. Derweil punktet Trump bei wichtigen Wählerschichten mit den Themen Migration, Grenzsicherheit und dem Schutz der US-Industrie. Der Wahlausgang ist also ungewiss und es stellt sich die Frage: Was, wenn Trump die Wahl gewinnt und ab Januar 2025 wieder im Oval Office sitzt?

„Zölle hoch, Steuern runter!“ lautet Trumps Devise

Wirtschaftspolitisch relevant wären bei einer Wiederwahl Trumps vor allem zwei Punkte seiner „[Make America Great Again](#)“-Agenda: **Erstens will Trump mit Importzöllen das Handelsbilanzdefizit der USA bekämpfen.** Noch immer führen die USA viel mehr Güter ein als sie exportieren. In den letzten drei Jahren betrug das Defizit in der Handelsbilanz jeweils mehr als eine Billion US-Dollar. Seit 2018 jedoch ist der Anteil der Waren, den die USA aus China einführen, deutlich rückläufig. Daraus dürfte Trump folgern, dass seine Politik in der ersten Amtszeit zwar erfolgreich war, der Kampf gegen das Handelsbilanzdefizit aber mit noch mehr Skrupellosigkeit geführt werden muss. Ganz oben auf Trumps Agenda für eine zweite Amtszeit stehen die Einführung eines Basiszolls in Höhe von 10% auf alle Importe und die Aberkennung von Chinas WTO-Status als „Meistbegünstigte Nation“. Letzteres würde automatisch zu einer drastischen Erhöhung des durchschnittlichen Importzolls auf chinesische Waren um 40 Prozentpunkte auf etwa 60% führen.

DAS HANDELSBILANZDEFIZIT DER USA IST RIESIG
HANDELSBILANZDEFIZIT DER USA NACH PARTNER, IN MRD. USD,
12-MONATS-DURCHSCHNITTE



Quellen: US Census Bureau, DZ BANK

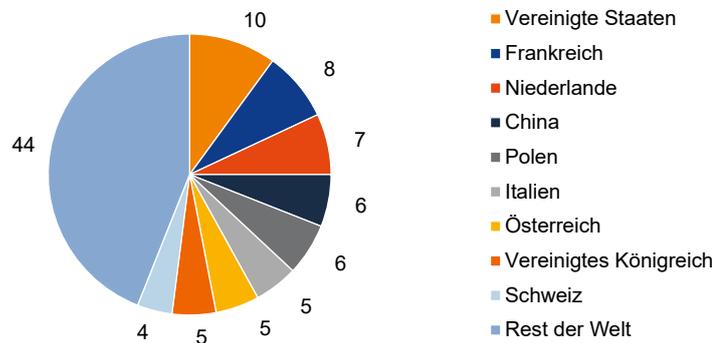
Zweitens will Trump an seine Steuerreform von 2017 anknüpfen, mit der sowohl die Einkommens- als auch die Körperschaftssteuer reduziert wurden. Doch während der Steuersatz für Unternehmen dauerhaft auf 21% gesenkt wurde, laufen andere Teile des „Tax Cuts and Jobs Act“ im Jahr 2025 aus. Letzteres betrifft vor allem die Entlastungen für die privaten Haushalte bei der Einkommensteuer. Als Präsident dürfte Trump die Steuerreform zumindest verlängern wollen. So hat er sich bereits dahingehend geäußert, dass er sogar darüber hinausgehende Steuersenkungen befürwortet, zum Beispiel eine Senkung der Unternehmenssteuer auf 15%. Damit würde der internationale Steuerwettbewerb wieder deutlich angefacht werden. Zur Finanzierung dürfte Trump auf die zu erwartenden zusätzlichen Zolleinnahmen verweisen. Ob diese Rechnung aufgeht, ist allerdings fraglich. Denn allein aufgrund der Alterung der Bevölkerung und der steigenden Zinslast ist in den kommenden Jahren mit hohen Defiziten im US-Staatshaushalt zu rechnen. Außerdem könnten Subventionen für solche Branchen in den USA nötig werden, die bei neuen Handelsstreitigkeiten besonders unter Vergeltungszöllen der Handelspartner leiden würden.

Strohfeuerwachstum in den USA unter Trump

Im Falle einer Wiederwahl Trumps wären daher vor allem neue Zollkonflikte auf der Weltbühne und Steuersenkungen in den USA zu erwarten – **vorausgesetzt, die Republikaner gewinnen bei den ebenfalls anstehenden Kongresswahlen die Mehrheit in Senat und Repräsentantenhaus**. Die Auswirkungen auf die US-Wirtschaft wären gemischt: Insbesondere die Aussicht auf Steuersenkungen dürfte nach der Wahl zunächst für Euphorie bei Konsumenten und Unternehmen sorgen. Kurzfristig – also bereits vor Amtseinführung Trumps – dürfte das Wirtschaftswachstum spürbar anziehen.

Sollten dann aber wenige Monate nach Vereidigung des Präsidenten die neuen Zölle verhängt werden, würde die Konjunktur wieder deutlich abbremsen. Denn sofern die Zollankündigungen nicht nur Druckmittel in Verhandlungen mit den Handelspartnern sind, sondern tatsächlich umgesetzt werden, wird die US-Inflation wohl einen Schub erhalten. Die Unternehmen würden schließlich versuchen, die zusätzlichen Kosten möglichst an ihre Kunden weiterzugeben. Auch die Fiskalpolitik unter Trump könnte die Inflation anheizen. Mittel- bis langfristig würde außerdem eine striktere Migrationspolitik den Fachkräftemangel noch verschärfen, wodurch über Lohnsteigerungen ebenfalls mehr Preisdruck entstehen könnte. Wir gehen davon aus, dass bei einer schockartigen Einführung von neuen Zöllen die Inflationsrate in den USA von Werten zwischen 2% und 3% plötzlich auf eine Spannweite von 4% bis 5% (J/J) ansteigen könnte. **Für die Verbraucher wäre ein Wiederaufleben der Inflation ein Schock**, ihre Ausgabenbereitschaft würde stark eingeschränkt. Im Laufe des Jahres 2025 dürfte die Konjunkturdynamik in den USA abrupt nachlassen. Ein anfänglich starkes Wirtschaftswachstum unter Trump könnte sich somit als Strohfeuer entpuppen. Zwar würde dieses Auf und Ab im Jahresdurchschnitt 2025 zu einem nur unmerklich geringeren Wirtschaftswachstum von 2,1% gegenüber 2,2% bei einer zweiten Amtszeit von Biden führen. Ein konjunkturell schwaches Jahresende 2025 würde sich aber im Folgejahr deutlicher in der Wachstumsstatistik bemerkbar machen.

DIE VEREINIGTEN STAATEN SIND DER WICHTIGSTE ABSATZMARKT FÜR DEUTSCHE WAREN
DEUTSCHE EXPORTE NACH ZIELREGION 2023, ANTEIL IN %



Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

Handelspartner in Sorge

Schon seit einiger Zeit zielen die USA bewusst darauf ab, die eigene Industrie im Allgemeinen zu stärken und die Abhängigkeit speziell von China in kritischen Bereichen zu reduzieren. Selbst Biden hat Maßnahmen zu diesem Zweck ergriffen, zum Beispiel mit protektionistischen Elementen im großen Förderprogramm „Inflation Reduction Act“ oder zuletzt mit der drastischen Erhöhung der Einfuhrzölle auf chinesische E-Autos, Halbleiter und Solarzellen. Damit setzt sich die US-Regierung vermehrt für den Schutz des eigenen Marktes vor Importen ein. Trumps Pläne würden die Anstrengungen in diese Richtung noch einmal verstärken. Entsprechend sorgenvoll sehen die meisten Handelspartner einer möglichen Wiederwahl Trumps entgegen.

Besonders die Handelsbeziehung mit **China** würde unter einer protektionistischeren Außenhandelspolitik Trumps leiden (siehe auch [„Trump und China – Handelskonflikt 2.0 voraus“](#)). Aber auch im Euroraum und speziell in der **deutschen Wirtschaft** wären die Belastungen durch neue Handelsstreitigkeiten mit den USA zu spüren, einhergehend mit einer hohen Verunsicherung bei Unternehmen und Verbrauchern. Schließlich sind die Vereinigten Staaten der wichtigste Absatzmarkt für deutsche Waren im Ausland. Im Jahr 2023 betrug der Wert der deutschen Exporte in die USA fast 160 Mrd. Euro. Sollte Trump seine Zollandrohung schnell wahr machen, würde die Konjunkturdynamik in der Eurozone und speziell in Deutschland wohl noch in der ersten Jahreshälfte 2025 deutlich abbremsen. Im Gesamtjahr 2025 könnte

das diesige Wirtschaftswachstum im Falle neuer spürbarer Handelsstreitigkeiten mit der Trump-Regierung um etwa 0,3 Prozentpunkte niedriger ausfallen als bei einer Wiederwahl Bidens. Die Erholung der deutschen Wirtschaft würde also Gegenwind bekommen, der im Folgejahr noch stärker zu spüren wäre. Anders sieht die Situation aus, sollte der US-Kongress nach der Präsidentschaftswahl nicht geschlossen hinter Trump stehen oder Trump Zollandrohungen nur als Druckmittel einsetzen, um bessere „Deals“ für die USA zu sichern, und sie nur in stark abgeschwächter Form einführen: Dann wären die Risiken für die Handelspartner sicherlich geringer.



Keine Höhenangst Aber Rücksetzer einbeziehen

Christoph Müller, Analyst

Die Aussicht auf sinkende Leitzinsen und eine vor allem in den USA wieder einmal überzeugende Berichtssaison haben die internationalen Aktienindizes auf neue historische Höchststände getrieben. Auch Gold erstrahlt weiterhin in hellem Glanz, gestützt durch die Nachfrage sowohl vonseiten der Zentralbanken als auch der Privathaushalte.

Die Stimmung an den Aktienmärkten hat sich in den vergangenen Wochen von kleinen Unterbrechungen abgesehen weiter verbessert – eine Übertreibung ist derzeit anhand der Bewertungskennziffern wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) allerdings nicht auszumachen. Vielmehr entspricht das KGV im Falle der europäischen Aktienindizes seinem langfristigen Mittel und ist somit historisch angemessen. Denn die Kurse stiegen weitgehend im Gleichschritt mit den Gewinnen, sodass bei positiven Überraschungen Raum für eine Bewertungsausweitung besteht.

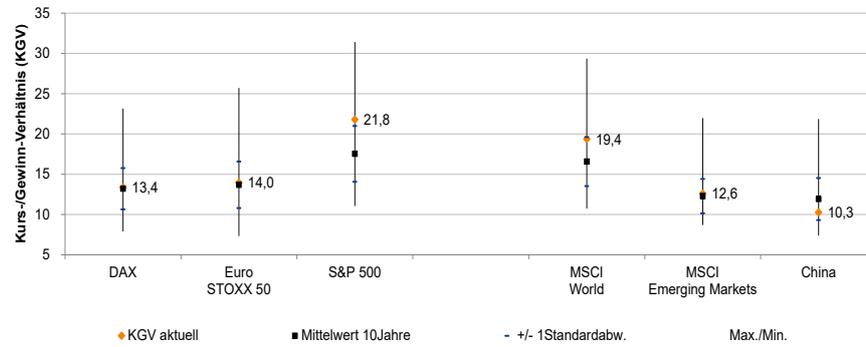
Die Bewertung – alles eine Sache des Blickwinkels

Der Boom der „Künstlichen Intelligenz“ (KI) und globale Krisenherde hatten den Bewertungsaufschlag des S&P 500 zum DAX zur Mitte des vergangenen Jahres auf das Rekordniveau von plus 85% geschoben. Insbesondere den hochgewichteten US-Technologiefirmen bescherte der KI-Boom viele Vorschusslorbeeren. Dagegen litt der von der Weltwirtschaft so abhängige DAX unter Konjunktursorgen, Kriegen und unsicherer Geldpolitik. Mit der Erholungsrally seit Ende Oktober 2023 ging der Bewertungsabstand stark zurück, übertriebene Konjunktursorgen wurden ausgepreist und der KI-Boom wurde auch bei den hochgewichteten deutschen und europäischen IT-Vertretern sichtbar.

Mit 62,7% liegt der jetzige Bewertungsaufschlag des S&P 500 zum DAX zwar weiterhin auf recht hohem Niveau, zeugt unseres Erachtens aber weder von überbewerteten US-Aktien noch von neuerdings überbewerteten deutschen Aktien. KI ist ein Megatrend, der gerade begonnen hat, sich zu monetarisieren. Große (US-)Techplayer sind die ersten Profiteure des Trends, sodass das Ertragspotenzial zu Recht in deren Bewertungen steckt. Das DAX-KGV startete von extrem niedrigen Niveaus und reflektiert auf dem aktuell eher durchschnittlichen Level schlicht ein geringeres Weltuntergangsrisiko

als noch vor sechs Monaten. Damit gilt der DAX als überdurchschnittlicher Profiteur einer bevorstehenden globalen Konjunkturverbesserung.

BEWERTUNGEN STABILISIERTEN SICH ZULETZT – S&P 500 FÄLLT AUF
 KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS AUF BASIS DER NÄCHSTEN ZWÖLF MONATE



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Luft holen im Aufwärtstrend

Seit Ende Oktober 2023 ist der deutsche Leitindex ausgehend von 14.650 Punkten um über 28% gestiegen und der S&P 500 kam in der Spitze auf ein Kursplus von rund 27%. Derartige Kursanstiege, die sich über Monate hinweg halten, sind mit Blick auf die Historie aber nichts Außergewöhnliches. Für Höhenangst besteht zwar unseres Erachtens auch mit Blick auf die neutrale Bewertung kein Anlass, dennoch müssen sich Anleger auf Rücksetzer einstellen. Die mögliche Konsolidierung könnte von einer sich in den kommenden Monaten als hartnäckig erweisenden US-Inflation ausgehen, die den Investoren das im September 2023 ausgerufene geldpolitische Credo „Higher for longer“ in Erinnerung ruft. Doch die (potenzielle) Unsicherheit hinsichtlich der Frage, wann die Fed die Zinsen senken wird, sollte unseres Erachtens im Dezember 2024 weichen. Dann dürfte die Fed der bereits im Juni vorangeschrittenen EZB folgen. Niedrigere Leitzinsen und Anleiherenditen unterstützen die konjunkturelle Erholung hierzulande und jenseits des Großen Teichs. Ein sukzessive lebhafteres weltwirtschaftliches Umfeld und eine stärkere Binnennachfrage sollten auch weiterhin die Gewinne der Unternehmen ankurbeln. Insbesondere Konzerne mit einer großen Preissetzungsmacht haben in der zurückliegenden Berichtssaison zum ersten Quartal 2024 wieder einmal spürbar im positiven Sinne überrascht. Das sollte auch im weiteren Jahresverlauf so bleiben, sodass die Aktienkurse weiter steigen dürften.

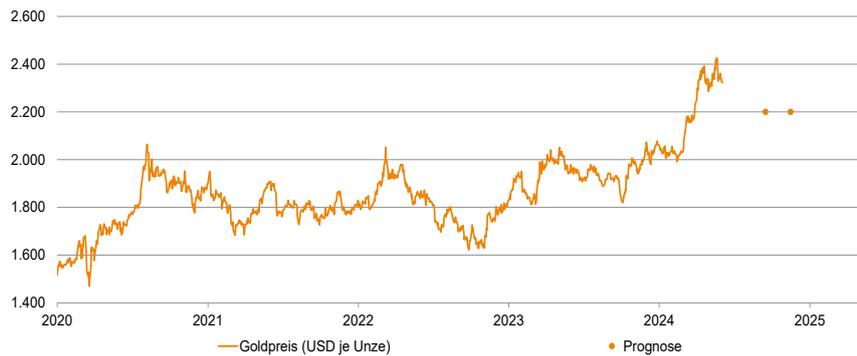
DZ BANK Index-Prognosen

	Index	31.12.2024	30.06.2025
Europa	Euro Stoxx 50	5.400	5.550
Deutschland	DAX	19.500	20.000
USA	S&P 500	5.600	5.700

Quelle: DZ BANK

Gold erstrahlt in hellem Glanz

Im Mai erzielte der Goldpreis mit 2.450 US-Dollar je Feinunze ein neues Allzeithoch. Begründen lässt sich diese robuste Verfassung des gelben Edelmetalls in erster Linie mit der Kombination aus geopolitischen Krisen und der Aussicht auf sinkende Leitzinsen und Anleiherenditen. Auch ein schwächerer Dollar spielte dem Goldpreis zeitweise in die Karten.

**GOLD: 2.300 US-DOLLAR (USD) AUF JAHRESSICHT
VOLATILITÄT DURCH ANGESPANNTE GEOPOLITIK**


Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Hohe Nachfrage vonseiten der Zentralbanken – aber auch der Privathaushalte

Daten des World Gold Councils zeigen, dass die gesamte globale Goldnachfrage (einschließlich OTC-Käufe) im ersten Quartal 2024 im Jahresvergleich um 3% auf 1.238 Tonnen gestiegen ist, was das stärkste erste Quartal seit 2016 darstellt. Die Zentralbanken kauften weiterhin verstärkt Gold und erhöhten die offiziellen globalen Bestände im Laufe des Auftaktquartals um 290 Tonnen. Diese beständigen und umfangreichen Käufe unterstreichen die Bedeutung von Gold in internationalen Reserveportfolios inmitten von Marktvolatilität und erhöhtem Risiko.

Dass Zentralbanken rund um den Globus ihre Goldnachfrage in den letzten Quartalen stark erhöht haben, ist allgemein bekannt. Häufig übersehen wird allerdings, dass auch private Anleger ihre physischen Goldbestände in den letzten Jahren erheblich aufgestockt haben. Deutlich wird dies insbesondere beim Blick auf die Goldbestände deutscher Privathaushalte: In deren Besitz befinden sich laut einer Studie der Steinbeis-Hochschule Berlin derzeit rund 9.000 Tonnen Gold. Das ist fast das Dreifache der Goldreserven der Bundesbank – immerhin die Notenbank mit den zweithöchsten Goldreserven weltweit – und entspricht rund 750 Mrd. US-Dollar. Dabei stammen knapp 60% des hierzulande in Privatbesitz befindlichen Goldes aus Anlagekäufen, der Rest ist auf den Erwerb von Goldschmuck zurückzuführen. Denn nach wie vor betrachten Privathaushalte Gold als sicheren Hafen in unsicheren Zeiten und als Schutz vor (steigender) Inflation.

Aktuell präsentiert sich der Goldpreis zu rund 2.325 US-Dollar, sodass das Allzeithoch zurzeit aus dem Blick geraten ist. Sich zurückbildende US-Leitzinssenkungsfantasien haben sich vor allem für die Korrektur verantwortlich gezeigt. Die US-Notenbankpolitik, aber vor allem die geopolitischen Krisen sowie die hohen Zentralbankkäufe dürften den Goldmarkt in naher Zukunft weiterhin dominieren.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	31.12.2024	30.06.2025
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	2.200	2.300
Goldpreis in Euro je Feinunze	2.035	2.130

Quelle: DZ BANK

Gold und Aktien weiter gefragt

Steigende Gewinne, eine graduell einsetzende Erholung der Weltwirtschaft und niedrigere Zinsen unterstützen die Aktienkurse. Neue Rekorde sollten nur eine Frage der Zeit sein, für Höhenangst besteht unseres Erachtens somit kein Grund. Rückläufige Renditen und ein voraussichtlich wachsendes Investoreninteresse sollten dem Goldpreis im Anschluss an eine mögliche moderate Korrektur wieder Auftrieb geben.



Angst vor „Trump 2.0“ – ach i wo! Aktienmärkte blicken recht entspannt auf die US-Präsidentschaftswahl

Sören Hettler, Analyst

An den Aktienmärkten in den USA und dem Euroraum hat die Aussicht auf eine mögliche zweite Amtszeit Trumps bislang keine schlechte Stimmung verbreitet. Dies dürfte zum einen an den Erfahrungen aus der ersten Amtszeit liegen. Zum anderen stehen beide Kandidaten für eine expansive Fiskalpolitik. Gerade die in Aussicht gestellten Steuersenkungen für Unternehmen dürften dazu führen, dass einige Aktiengesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen Trump sogar mit einem lachenden Auge entgegenblicken können.

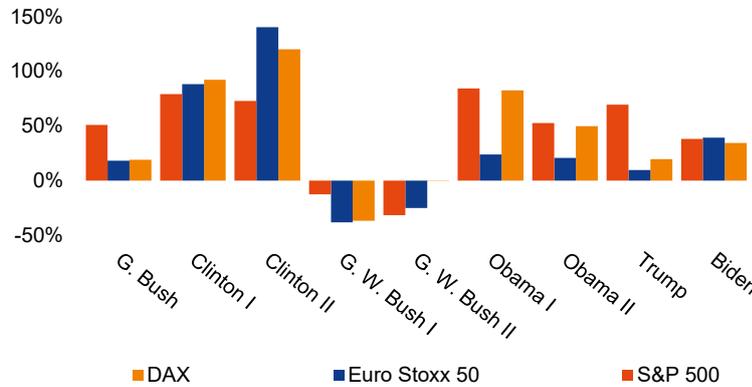
Bei zahlreichen Vertretern in der aktuellen Politik ist die Erinnerung an die erste Amtszeit Trumps noch nicht richtig verblasst, da droht möglicherweise schon die nächste. Allein der Gedanke daran, sich wieder mit dem Schreckgespenst der US-Außen- und Handelspolitik auseinandersetzen zu müssen – und sei es auch nur für einige Jahre –, dürfte die Sorgenfalten in den Schaltzentralen der westlichen Bündnispartner und bei ihren demokratisch gewählten Vertretern anwachsen lassen. An den Aktienmärkten, so scheint es hingegen, ist von Verunsicherung angesichts einer zumindest drohenden weiteren Amtszeit Trump nichts zu erkennen. Vielmehr eilen DAX und S&P 500 von einem Rekordhoch zum nächsten. Wollen die Marktakteure das Risiko schlichtweg nicht wahrhaben – nach dem Motto „Kopf in den Sand, wird schon gutgehen“? Oder wissen sie etwas, das Volkswirte mit ihren für Trump 2.0 prognostizierten Belastungen für den globalen Handel und das weltweite Wirtschaftswachstum unter anderem durch zu erwartende US-Importzölle nicht wissen?

Aktienmarktentwicklung während Trumps erster Amtszeit gar nicht so schlecht

Ein aus Sicht der Aktienmarktteilnehmer wesentlicher Faktor, der die entspannte Haltung vorantreibt, ist die Erfahrung mit Trumps erster Amtszeit. Zwischen 2017 und 2021 hatte er politischen Verbündeten vor den Kopf gestoßen, das nordatlantische Verteidigungsbündnis in Frage gestellt, geopolitische Spannungen mit dem Iran sowie Nordkorea geschürt und einen Handelskrieg mit der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt angefangen. Zwar sorgte Trump damals mit den entsprechenden Äußerungen und Handlungen immer wieder für Verunsicherung an den Finanzmärkten. Nachhaltig vermiesen ließen sich die Aktienmärkte die Stimmung hiervon allerdings nicht. Nach vier Jahren Trump standen europäische und insbesondere US-Indizes über den Ausgangsniveaus zum Zeitpunkt seiner Amtseinführung.

Das können nicht alle US-Präsidenten seit Ende der 1980er-Jahre von sich behaupten. So wiesen die Aktienmärkte dies- und jenseits des Atlantiks nach beiden Amtszeiten von Goerge W. Bush zwischen 2001 und 2009 überwiegend ein prozentual zweistelliges Minus aus. Der genaue Blick auf den S&P 500 verrät zudem, dass sich dieser lediglich in der Ära Clinton (1993 bis 2001) und der ersten Amtszeit Obamas (2009 bis 2013) besser entwickelt hatte als zwischen Anfang 2017 und 2021.

BEWOHNER DES WEISSEN HAUSES UND IHRE AKTIENPERFORMANCE
 VERÄNDERUNG DIVERSER AKTIENINDIZES IN DEN AMTSZEITEN VON US-PRÄSIDENTEN (IN %)



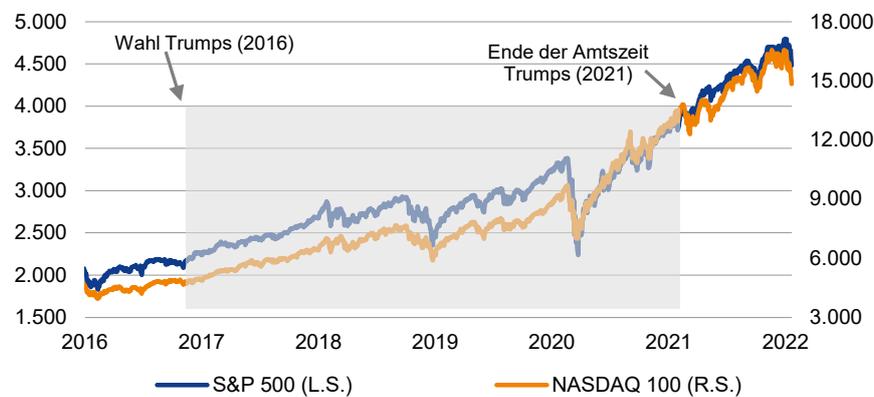
Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Unternehmen mit starkem US-Geschäft könnten unter dem Strich besser dastehen

Neben der Kursentwicklung während Trumps erster Amtszeit dürfte auch die Aussicht auf eine anhaltend expansive Fiskalpolitik zur entspannten Haltung der Aktienmarktteilnehmer beitragen. Konkret plant der Präsidentschaftskandidat nach eigenen Aussagen nicht nur eine Verlängerung der von ihm im Rahmen der ersten Amtszeit ergriffenen und 2025 auslaufenden Steuersenkungen für private Haushalte. Vielmehr schwebt ihm vor, die Steuerbelastung weiter zu reduzieren. Demnach würden Unternehmensgewinne nur noch mit 15% anstatt der aktuell gültigen 21% besteuert. Zwar kommen hier je nach US-Bundesstaat noch Aufschläge hinzu. Im internationalen Vergleich läge die Steuerbelastung dennoch auf niedrigem Niveau. Zum Vergleich: In Deutschland bewegt sich der entsprechende Satz bei etwa 30%.

Gute Voraussetzungen, von diesen niedrigeren Steuern zu profitieren, haben dabei diejenigen Unternehmen, die einen großen Teil ihrer Gewinne in den USA erwirtschaften und versteuern. Dies gilt sowohl für US-amerikanische als auch für ausländische Konzerne. So entfallen beispielsweise bei den im DAX gelisteten Unternehmen rund 30% der Umsätze auf die USA. Eine wesentliche Bedingung dürfte jedoch sein, dass auch eine hohe Wertschöpfung in den USA stattfindet, um Zollbelastungen durch importierte Vorprodukte niedrig zu halten.

TRUMP NICHT UNBELIEBT AN DEN US-AKTIENMÄRKTEN
 KURSENTWICKLUNG US-INDIZES (IN PUNKTEN)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Europäische Unternehmen könnten zudem von einem (von Trump ungewollten) Substitutionseffekt profitieren. So würde eine drastische Erhöhung der US-Importzölle (60%) gegenüber China Produkte aus dem Reich der Mitte erheblich verteuern. Demgegenüber steht ein im direkten Vergleich zollbedingt überschaubarer Preisanstieg bei den Einfuhren aus der Europäischen Union (10%). Da nicht davon auszugehen ist, dass die USA alle Importe durch heimische Produktion ersetzen können, sei es aufgrund fehlender Kapazitäten oder mangels anderweitiger Voraussetzungen, könnten ausgewählte europäische Anbieter die Nutznießer der Streitigkeiten zwischen den USA und China werden. Dies gilt insbesondere in Sektoren, die derzeit von chinesischen Unternehmen dominiert werden (darunter zum Beispiel Teile des Solarsektors).

Mit Sorgenfalten auf die US-Wahl dürften hingegen europäische, aber auch US-amerikanische Unternehmen blicken, die besonders stark in China aktiv sind. Nicht nur sollten sich dort produzierte Güter deutlich schwieriger in die USA exportieren lassen. Vielmehr dürften sich – unabhängig davon, wo produziert wird – darüber hinaus die schwächeren konjunkturellen Rahmenbedingungen in der weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft negativ auf die dortige Nachfrage von Unternehmen und Konsumenten auswirken.

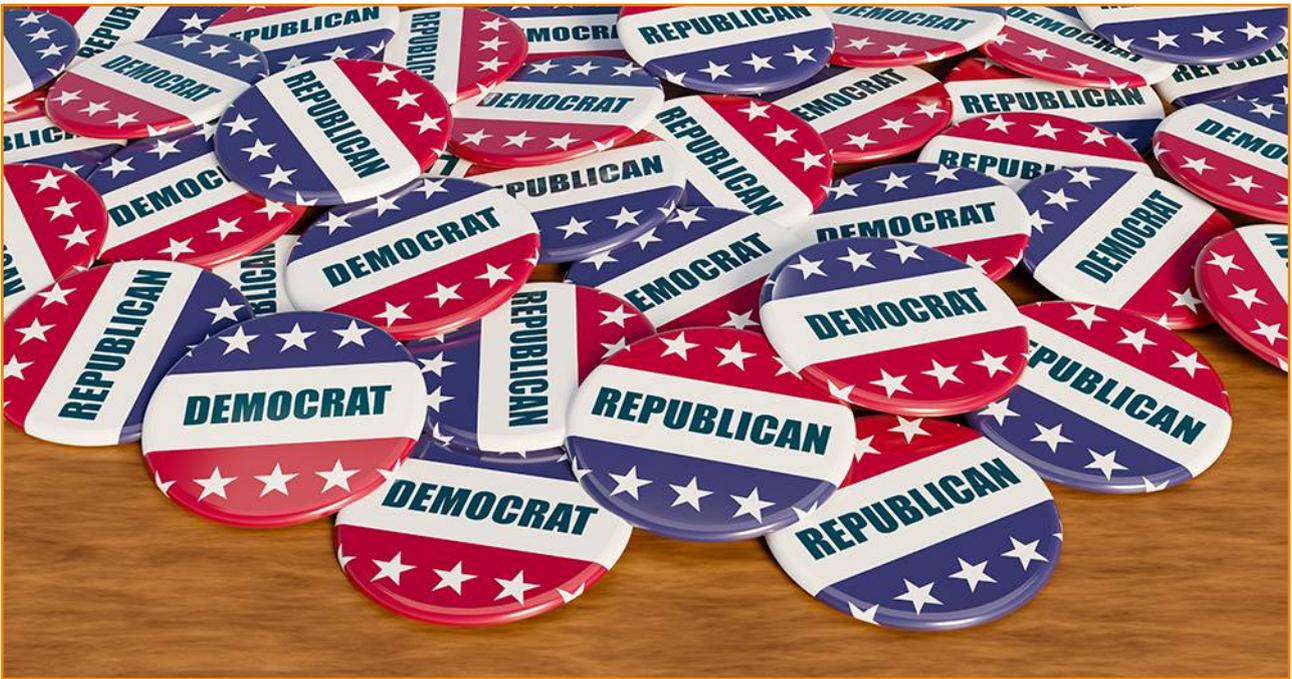
Wird beim zweiten Mal doch alles anders?

Als Ausgangsbasis für Überlegungen hinsichtlich einer zweiten Amtszeit und deren Auswirkungen auf die Aktienmärkte mögen Wahlkampfaussagen und die ersten vier Trump-Jahre zwar hilfreich sein. Ob und inwieweit sich die entspannte Haltung der Marktakteure im Nachhinein jedoch als zutreffend erweisen wird, ist fraglich. Zum einen entscheiden diverse Einflussfaktoren über Wohl und Wehe an den Aktienmärkten – der Bewohner des Weißen Hauses ist also nur ein Faktor unter vielen. Zum anderen werden die Erfahrungen mit Trumps erster Amtszeit kaum eine exakte Blaupause für die möglicherweise anstehenden nächsten vier Jahre darstellen.

Dies liegt insbesondere daran, dass Trump angekündigt hat, aus „Fehlern“ seiner letzten Präsidentschaft zu lernen. Widerstände im eigenen Umfeld, den zuständigen Behörden oder durch gerichtliche Verfahren, die zwischen 2017 und 2021 immer wieder Sand ins Getriebe gestreut haben, sollen frühzeitig aus dem Weg geräumt werden. Unter anderem sollen Behörden abgeschafft und mehrere Tausend Posten mit Trump-Getreuen besetzt werden. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen haben sich mittlerweile mehrere einflussreiche Politiker auch aus dem konservativen Lager zu Wort gemeldet, die vor autokratischen Strukturen in den USA warnen.

Alles eine Frage der Perspektive

Die an den Aktienmärkten offen zur Schau gestellte Gelassenheit gegenüber dem US-Wahlkampf und der realistischen Chance Donald Trumps, wieder ins Weiße Haus einzuziehen, ist keineswegs ein Anzeichen für Ignoranz. Vielmehr herrscht die Einschätzung vor, dass die in den großen Indizes gelisteten Unternehmen mit dem republikanischen Kandidaten im Weißen Haus zurechtkommen würden. Hierauf deutet neben den Erfahrungen zwischen 2017 und 2021 auch die Aussicht auf eine Senkung der Unternehmenssteuern hin. Letztere könnten in der Lage sein, die Belastungen durch ein geringeres globales Wirtschaftswachstum, geopolitische Spannungen und ein unsichereres Marktumfeld für zahlreiche Unternehmen mehr als wettzumachen.



Wenn Wähler entscheiden Besonderheiten des US-Wahlsystems

Thomas Kulp, Analyst

In den Vereinigten Staaten von Amerika wählen die Bürgerinnen und Bürger ihren Präsidenten nicht direkt, sondern über ein spezielles System, das sogenannte Electoral College. Dieser einzigartige Mechanismus führt dazu, dass das Wahlergebnis nicht immer den Mehrheitsverhältnissen im Land entspricht und sorgte damit in der Vergangenheit schon mehrfach für Überraschungen.

In den USA finden alle vier Jahre Präsidentschaftswahlen statt. Wahltag ist traditionell der erste Dienstag im November. Vor der eigentlichen Wahl durchlaufen die Präsidentschaftskandidaten jedoch einen langen Vorwahlprozess. In dieser Zeit bestimmen die beiden großen Parteien, die Demokraten und die Republikaner, ihre Kandidaten durch Vorwahlen (Primaries) und Parteitage (Caucuses). Diese Vorwahlen sind parteiinterne Wahlen, die in den einzelnen Bundesstaaten stattfinden. Am Wahltag geben die Bürger in jedem Bundesstaat ihre Stimme ab, wählen jedoch nicht direkt den Präsidenten, sondern die sogenannten Wahlmänner und Wahlfrauen (Electors) ihres Bundesstaates. Diese Wähler sind Mitglieder des Electoral College, das die offizielle Wahl des Präsidenten vornimmt.

Der Schlüssel zur Präsidentschaft

Das Electoral College setzt sich aus 538 Wählern zusammen. Die Anzahl der Wahlmänner und -frauen jedes Staates entspricht der Summe seiner beiden Senatoren (Senat) und Abgeordneten (Repräsentantenhaus) im Kongress und ist abhängig von der Einwohnerzahl des jeweiligen Staates. Kalifornien, der bevölkerungsreichste Staat, stellt beispielsweise 54 Wahlmänner und -frauen, während kleinere Staaten wie Wyoming oder Delaware nur drei Wähler haben. Zusätzlich erhält der District of Columbia (Washington, D.C.), der kein Bundesstaat ist und keine stimmberechtigten Abgeordneten im Kongress hat, ebenfalls 3 Wähler. Daraus ergibt sich die Differenz von 535 Mitgliedern im Kongress und 538 Wahlmännern und -frauen. Dabei gilt in fast allen Staaten das „Winner-takes-all“-Prinzip. Das bedeutet, dass der Kandidat, der in einem Bundesstaat die meisten Stimmen erhält, alle Wahlstimmen dieses Bundesstaates gewinnt. Von diesem Prinzip weichen nur Maine und Nebraska ab, die ihre Wähler teilweise proportional verteilen.

Um Präsident zu werden, benötigt ein Kandidat die Mehrheit der Stimmen des Electoral College, also mindestens 270 von 538. Diese Stimmen werden im Dezember von den Wahlmännern und -frauen abgegeben und im Januar im Kongress offiziell ausgezählt und bestätigt.

Die Swing States – nicht selten das Zünglein an der Waage

Swing States sind jene Bundesstaaten, in denen sowohl der republikanische als auch der demokratische Präsidentschaftskandidat eine realistische Chance auf den Sieg haben. Diese Staaten sind nicht fest in der Hand einer der beiden großen Parteien und wechseln ihre Präferenz von Wahl zu Wahl. Aufgrund des „Winner-takes-all“-Prinzips im Electoral College (mit Ausnahme von Maine und Nebraska) können diese Staaten mit ihren oft zahlreichen Wahlstimmen den Unterschied zwischen Sieg und Niederlage ausmachen. Als der Jackpot unter den Swing States gilt Florida mit 30 Wahlleuten und ist somit einer der Schlüsselstaaten für den Wahlerfolg. Dahinter folgen die traditionellen Swing States, zu denen Pennsylvania mit 19 Stimmen und Ohio mit 17 Stimmen gehören sowie Michigan, Wisconsin und Minnesota, die zusammen 35 Stimmen ausmachen. Dagegen sind einige Staaten kaum umkämpft. Eine sichere Bank für die Demokraten sind beispielsweise die Staaten an der Westküste – Washington, Oregon und Kalifornien – sowie die Staaten im Nordosten, darunter New York, New Jersey und Massachusetts. Für die Republikaner am erfolgreichsten sind hingegen traditionell der Mittlere Westen mit Wyoming und Oklahoma sowie der Süden mit Louisiana, Mississippi und Alabama.

Stimme ist nicht gleich Stimme

Dieses Wahlsystem hat in der Vergangenheit mehrfach dazu geführt, dass der Kandidat oder die Kandidatin mit den meisten Elector-Stimmen nicht notwendigerweise auch die Mehrheit der Wählerstimmen erhalten hat. Ein prominentes Beispiel ist die Wahl im Jahr 2000 zwischen George W. Bush und Al Gore. Al Gore gewann den Popular Vote, erhielt also absolut gesehen die Mehrheit der Stimmen (rund 550.000 Stimmen mehr als Bush), doch Bush gewann die Wahl durch eine knappe Mehrheit im Electoral College mit 271 zu 266 Stimmen. Auch Hillary Clinton erhielt bei der Wahl 2016 knapp drei Millionen Stimmen mehr als Donald Trump, aber Trump gewann mit 304 zu 227 Wahlleuten und wurde Präsident. Solche Fälle zeigen, dass das Wahlkollegium in den USA zu Ergebnissen führen kann, die nicht immer der landesweiten Stimmungslage entsprechen.

Wahlberechtigt sind alle US-Bürger ab 18 Jahren, die ihren Wohnsitz in einem der 50 Bundesstaaten oder in der Hauptstadt Washington haben. Das sind rund 219 Millionen Menschen. Auch im Ausland lebende US-Bürger wie Soldaten oder Diplomaten sind wahlberechtigt. Wer wählen will, muss allerdings selbst tätig werden und sich in das Wählerverzeichnis eintragen lassen, wobei die Fristen und Regeln von Bundesstaat zu Bundesstaat unterschiedlich sind. Die bestehenden Hürden bei der Registrierung sind mit ein Grund für die relativ niedrige Wahlbeteiligung, die in der Regel bei etwas über 50% liegt. Nicht wahlberechtigt sind Bewohner von Außengebieten wie Puerto Rico, aber auch illegale Einwanderer und Personen, denen wegen einer Straftat das Wahlrecht aberkannt wurde.

Mehr als ein Stimmungsbild – die Kongresswahlen

Abgesehen von den Präsidentschaftswahlen stehen am 5. November auch die Kongresswahlen an. Diese finden alle zwei Jahre statt (siehe Tabelle) – einmal zeitgleich mit der Präsidentschaftswahl und dann zur Halbzeit der Präsidentschaft, die sogenannten „Midterms“. Diese Wahlen sind mehr als nur ein Stimmungsbild, zumal der Kongress – bestehend aus Repräsentantenhaus und Senat – in seiner Funktion als gesetzgebende Gewalt nicht automatisch die politische Agenda des Präsidenten verfolgt, je nachdem welches Mehrheitsverhältnis herrscht. Das bedeutet, dass der Regierungschef in vielen Fällen vom Wohlwollen des Kongresses abhängig ist, beispielsweise in der Frage um die Bewilligung von Haushaltsgeldern zur Finanzierung von Behörden oder Ministerien, aber auch bei Themen wie Binnenwirtschaft, Umwelt oder Energie. In der Außen- und Sicherheitspolitik dagegen hat der Präsident weitreichende Alleinbefugnisse und kann ohne die Zustimmung des Kongresses zum Beispiel über Strafzölle entscheiden. In wichtigen Personalfragen, wie Minister, Notenbankchef oder Richter am Obersten Gerichtshof, kann der Präsident wiederum Vorschläge machen, der Senat muss die Ernennungen aber bestätigen.

DER US-KONGRESS BESTIMMT DIE POLITIK MIT MEHRHEITSVERHÄLTNISSSEN ENTSCHIEDEN, WIE LEICHT DAS REGIEREN FÄLLT

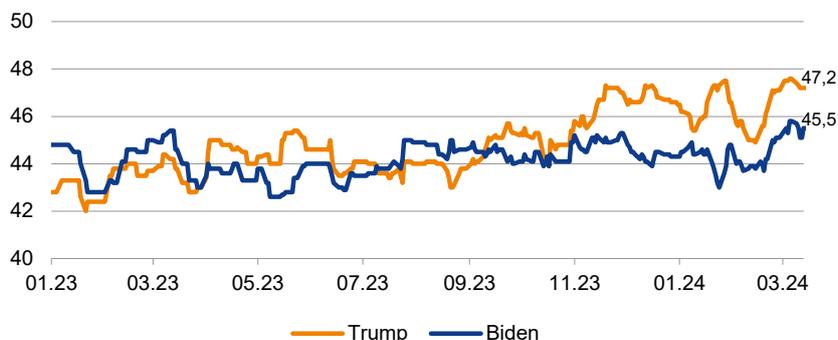
Repräsentantenhaus	Senat
435 Abgeordnete	100 Senatoren
Es gilt das relative Mehrheitswahlrecht. Ein Abgeordneter je Wahlbezirk. Insgesamt 435 Wahlbezirke mit möglichst vergleichbarer Einwohnerzahl	Je zwei Senatoren pro Bundesstaat
Wahl alle zwei Jahre	Wahl auf 6 Jahre, alle zwei Jahre wird 1/3, also rund 33 Senatoren, neu gewählt
218 Sitze für Mehrheit erforderlich	51 Sitze für Mehrheit erforderlich; bei einer Pattsituation von 50 Sitzen, erhält der Vize-Präsident/ die Vize-Präsidentin eine entscheidende Stimme
Aktuell republikanische Mehrheit: 222 republikanische Abgeordnete und 213 demokratische Abgeordnete	Aktuell demokratische Mehrheit mit 51 Sitzen
Am 5. November werden alle 435 Abgeordnete neu gewählt.	Am 5. November stehen 34 Senatssitze zur Wahl: 20 Demokraten, 10 Republikaner, 3 Unabhängige und ein Senatssitz der Klasse II eines Republikaners

Quellen: National Archives and Records Administration, DZ BANK

Ausgang ungewiss

Das US-Wahlsystem führt oft zu unvorhergesehenen Ergebnissen. Auch in der bevorstehenden Präsidentschaftswahl ist bislang nichts entschieden. Aktuell führt Trump zwar mit leichtem Vorsprung sowohl bei diversen bundesweiten Umfragen als auch in wichtigen Swing States, die Joe Biden im Jahr 2020 noch für sich entscheiden konnte. Doch gerade bei solchen Erhebungen ist Vorsicht geboten, da aktuelle Umfragen immer nur Adhoc-Meinungen abbilden können. Bis November 2024 könnte sich noch einiges ändern, nicht zuletzt auch nach dem Schuldspruch gegen Trump im Schweigegeldprozess. Damit sind Überraschungen zugunsten von beiden Lagern nicht auszuschließen.

DAS RENNEN UMS WEISSE HAUS DÜRFTE EINMAL MEHR KNAPP WERDEN WEN WÜRDEN SIE ZUM PRÄSIDENTEN WÄHLEN? NATIONALE UMFRAGE, ANGABEN IN %



Quellen: Real Clear Politics, Bloomberg, DZ BANK



Mischpult Musterportfolio

Christoph Müller & Thorsten Wenzel, Analysten

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

Autor: Christoph Müller, Analyst, 3.Juni 2024

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

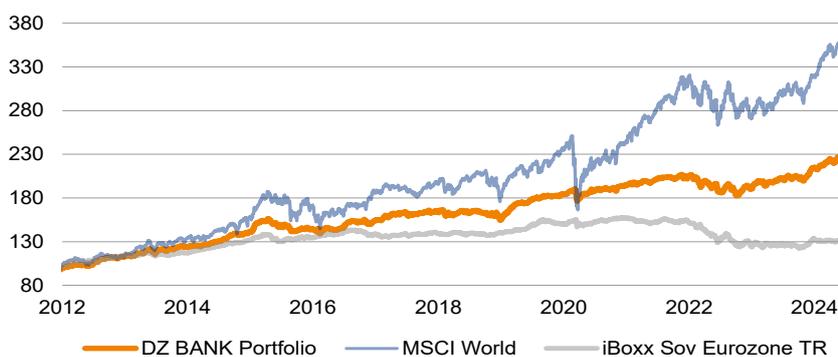
Das assetklassenübergreifende Musterportfolio der DZ BANK hat seine positive Tendenz auch im Frühjahr fortgesetzt. Seit Jahresbeginn (year-to-date) liegt es knapp 6% im Plus. Überdurchschnittlich zu dieser Performance haben die Aktien-Positionen (Nasdaq: 13%, DAX: 10%) beigetragen. Die zurückliegende Berichtsaison hat wieder einmal auf der positiven Seite überrascht, vor allem in den USA. Dort wurden in allen Sektoren die Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensgewinne übertroffen. Mit Blick auf die sich aufhellenden globalen konjunkturellen Perspektiven und den sowohl in der Eurozone als auch bald in den USA sinkenden Zinsen bleibt das Umfeld für Aktien unseres Erachtens positiv. Die Bewertung der europäischen Aktienindizes entspricht weitgehend ihrem langfristigen Mittel. Somit besteht Potenzial für weiter steigende Notierungen. Anzumerken ist, dass die Bewertung der US-Tech-Aktien – insbesondere der sogenannten „Magnificent Seven“ – ambitioniert ist, angesichts der als Ergebnistreiber wirkenden Künstlichen Intelligenz aber sehr wohl gerechtfertigt.

Was die Sektoren anbelangt, fällt die Performance der Aktien der europäischen Versicherungsbranche (12%, ytd) auf. Das im Vergleich zu den Vorjahren recht hohe Zinsniveau kommt den Versicherern zugute. So zeichnen viele europäische Versicherer noch Lebensversicherungspolice mit einer Art garantierter Rendite für die Versicherungsnehmer. Bei einem höheren Zinsniveau sind diese Garantien leichter zu erfüllen. Im Juni hat die EZB zwar eine erste moderate Zinssenkung beschlossen und weitere dürften mittelfristig folgen, die Renditen am Kapitalmarkt werden voraussichtlich aber nur moderat sinken, sodass das relativ gute Umfeld für die Branche erhalten bleibt. Zudem verfügen die Versicherer in den Erneuerungsrunden über eine gute Preissetzungsmacht und können – wie die jüngste Berichtssaison abermals gezeigt hat – ihre Gewinne und Dividenden steigern. Deutlich schwächer fällt die Performance des Öl- und Gassektors (4%, ytd) aus. So hat sich der Brent-Rohölpreis mit 79 US-Dollar pro Barrel von seinem im April erreichten Jahreshoch (93 US-Dollar) wieder entfernt und zeigt sich derzeit in etwa auf dem Niveau von Jahresbeginn. Die Perspektiven für die Energiebranche bleiben aber gut, da im Zuge der globalen Erholung die Nachfrage nach den Energieträgern zunehmen sollte und somit der Rohölpreis steigen dürfte. Allerdings muss angesichts der geopolitischen Risiken im Nahen Osten immer wieder mit volatilen Kursauschlägen in beide Richtungen gerechnet werden. Regionenspezifisch könnten auch Aktien aus Emerging-Markets-Ländern (plus 5%, ytd) in den nächsten Monaten positive Schlagzeilen machen, profitieren jene Unternehmen doch von den sich aufhellenden konjunkturellen weltweiten Perspektiven und den in einigen Ländern perspektivisch sinkenden Leitzinsen und Anleiherenditen.

Im Mai ist die „Risk-on“-Stimmung der Aktienmärkte auch auf weite Teile des Anleihemarktes übergeschwappt. In Anbetracht der perspektivisch in der Eurozone und den USA sinkenden Anleiherenditen begeben sich Anleger auf die Jagd nach „mehr Rendite“. So hat sich der Renditespread zwischen den Anleihen aus dem High-Yield-Sektor (2%, ytd) und jenen aus dem Investment-Grade-Segment im Mai leicht verringert. Für die Anleihesegmente ist der Ausblick positiv: Die Unternehmen im Euroraum profitieren von den sich aufhellenden konjunkturellen Perspektiven und den bald niedrigeren Refinanzierungskosten, sodass die Corporate-Bonds Kursgewinne verbuchen sollten. Auch an unserer Dollar-Anleihe-Position (-4%, ytd) halten wir angesichts eines mittelfristig seitwärts tendierenden Euro-Dollar-Wechselkurses sowie steigender US-Anleihekurse fest.

Insgesamt bleibt die moderate Übergewichtung der Aktien (51%) im assetübergreifenden Musterportfolio der DZ BANK bestehen, gefolgt von Anleihen (35%) und der Liquiditätsreserve (14%). Seit der letzten Friedrich-Ausgabe im März fanden keine Transaktionen im virtuellen DZ BANK Musterportfolio statt.

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quelle: Bloomberg

DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 5. Juni 2024

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

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

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

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

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

Zum 5. Juni 2024 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

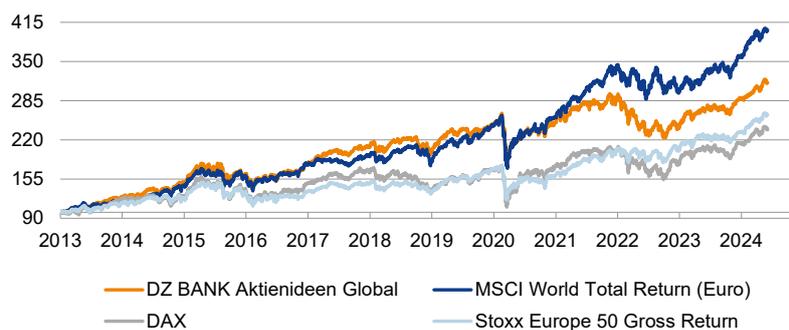
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Covestro	20.03.2024	84	49,99	48,91	-2,2%
Fraport	21.03.2024	87	48,35	53,80	+11,3%
Fresenius	29.12.2023	142	28,07	29,19	+4,0%
Klöckner & Co	15.03.2024	637	6,53	6,12	-3,1% (inkl. Dividende)
Krones	29.12.2023	35	111,80	127,00	+13,6%
Munich Re	29.12.2023	10	375,10	450,80	+24,2% (inkl. Dividende)
Vonovia	18.03.2024	169	24,74	29,39	+22,4% (inkl. Dividende)
Adobe	09.04.2024	9	451,50	409,25	-9,4%
Alphabet	09.02.2024	29	138,88	160,14	+15,3%
Amazon.com	29.12.2023	28	138,60	164,52	+18,7%
Amgen	05.03.2024	16	255,60	283,95	+11,9% (inkl. Dividende)
Banco Santander	23.05.2024	919	4,78	4,74	-0,9%
BYD Co.	05.01.2024	163	24,45	27,04	+10,6%
CrowdStrike Holdings	08.03.2024	14	294,57	280,86	-4,7%
ENI	29.12.2023	260	15,35	14,01	-5,6% (inkl. Dividende)
Holcim	14.05.2024	55	79,90	80,67	+1,0%
Microsoft	05.03.2024	11	369,85	382,45	+3,6% (inkl. Dividende)
Mondelez International	29.12.2023	61	65,20	62,30	-3,8% (inkl. Dividende)
Novartis	29.12.2023	43	91,28	95,73	+8,6% (inkl. Dividende)
Orange	16.02.2024	379	10,77	10,56	+2,0% (inkl. Dividende)
Palo Alto Networks	21.05.2024	15	287,25	266,60	-7,2%
ServiceNow	08.03.2024	6	693,20	610,70	-11,9%
T-Mobile US	29.12.2023	28	142,86	162,10	+14,3% (inkl. Dividende)
Total Energies	29.12.2023	64	61,60	64,33	+6,8% (inkl. Dividende)

Stand: 5. Juni 2024

Quellen: LSEG, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 4. Juni 2024 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 9,0% erzielt und damit nicht ganz so gut abgeschnitten wie der MSCI World Total Return in Euro (plus 11,7%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 12,1%) und der DAX (plus 9,9%). Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.

KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quellen: LSEG, DZ BANK

Duell um die nächste Präsidentschaft – Einblicke aus New York

Experten-Interview

Mit Alexander Dickhoff, Firmenkundenbetreuer der DZ BANK in New York

Friedrich: Zunächst einmal ganz vorneweg die Frage: Was sagen denn die Umfragewerte? Wer hat die Nase vorn und lässt sich zum aktuellen Zeitpunkt überhaupt – basierend auf den Umfragen – irgendeine Perspektive geben? Gerade auch vor dem Hintergrund des Wahlsystems in den USA, Stichwort Wahlleute und Swing States. Wie ist da Deine Einschätzung?

Alexander Dickhoff: In den vergangenen sieben bis acht Monaten war das Bild bei den Umfragewerten relativ gleichbleibend. Trump war regelmäßig im Vorteil, und das irgendwo zwischen 1% und 2%. Diese Umfragewerte sind an sich eine gute Indikation der Meinung in der Bevölkerung und damit per se interessant. Am Ende wird die Entscheidung aber von dem Wahlmännerkollegium getroffen. Jedem Staat wird dabei in Abhängigkeit von seiner Bevölkerung eine bestimmte Anzahl an Wahlmännerstimmen zugewiesen. Das führt dazu, dass letztlich die Entscheidung von wenigen Schlüsselstaaten abhängen kann. Der Kandidat, der am Ende 270 Wahlmännerstimmen auf sich vereinen kann, der gewinnt die Wahl. Und somit ist der Gewinn der Umfrage leider kein Garant dafür, auch die Wahl zu gewinnen. Klassische Swing States sind beispielsweise Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, Pennsylvania – Staaten, die momentan von Trump dominiert werden; Wisconsin als klassischer Staat wird momentan eher von Biden dominiert. Interessant dazu ist auch ein Artikel dieser Tage aus der New York Times. Danach gewinnt Trump vor allem bei den „disengaged“ Wählern. Das sind Menschen, die der Politik keine große Aufmerksamkeit schenken, die traditionellen Nachrichten wenig folgen und die regelmäßig auch nicht zur Wahl gehen.

Friedrich: Aus der deutschen Perspektive, auch beim Blick auf die Berichterstattung hier bei uns hat man den Eindruck, es gibt nur zwei Lager – das Pro-Trump-Lager und das Contra-Trump-Lager – und dazwischen ist kaum etwas. Ist das tatsächlich so, oder ist das einfach nur die Berichterstattung, die wir hier wahrnehmen?

Alexander Dickhoff: Eigentlich sehe ich die breite Mehrheit schon in der Mitte – vielleicht sogar leicht rechts von der Mitte. Aber die beiden Ränder des politischen Spektrums sind sehr lautstark hier in den USA. Und natürlich hängt es auch davon ab, wo man unterwegs ist hier in den USA. Je weiter man aufs Land hinausfährt, desto visibler sind die MAGA-Flaggen – Make America Great Again, die Trump-Flaggen, die in den Vorgärten wehen. Und ja, die beiden Kandidaten polarisieren, weil sie sehr unterschiedlich sind. Aber tatsächlich gibt es nach meinem Empfinden hier weniger dieses klassische breite Trump-Bashing, was man in Deutschland sieht. Und man wird natürlich auch hier klassische

Republikaner finden, die lieber einen Trump wählen als einen Demokraten. Spannend wird die nächsten Monate zu sehen, was nach der kürzlichen Verurteilung von Trump passieren wird.

Friedrich: In Deutschland spielen vor allem wirtschaftliche Aspekte der Diskussion auch in der Berichterstattung eine sehr große Rolle: Was ist mit der Zollpolitik unter Trump, was ist mit der Steuerpolitik? Das sind die Themen, die sehr heiß diskutiert werden. Ist das in den USA genauso oder stehen hier vor allem innenpolitische Themen im Fokus?

Alexander Dickhoff: Ganz klar ein wichtiges Thema hier im Wahlkampf – die wirtschaftliche Situation. Und eigentlich hatten wir die letzten zwei Jahre ja ein doch ganz gutes robustes Wachstum, vor allem im Kontext der globalen Situation. 2023 hatten wir noch ein Wirtschaftswachstum von 2,3%, 2022 waren es 1,94%. Und das war getrieben von relativ positiven Stimmungen in der breiten Wirtschaft, aber auch von den großen Investitionsprogrammen, dem sogenannten „Inflation Reduction Act“, der unter anderem die Energiewende, das Nearshoring von Chipproduktion beschleunigen sollte; und zuletzt sicherlich auch getrieben von steigenden Ausgaben in der Rüstungsindustrie. Auf der anderen Seite haben wir natürlich das Thema der Inflation, hier insbesondere im Wohnungsmarkt: Weiter stark steigende Mieten, hohe Hypothekenzinsen – wir haben hier Zinsen von 6,5% bis 7,5%. Aber auch indirekte Effekte, beispielsweise der sogenannten Immobiliensteuer. Wir haben hier in den USA so etwas wie eine jährliche Grundsteuer von fast 2,5% – 2,2%, 2,3%, 2,4% vom aktuellen Immobilienwert. Und wenn die Immobilienwerte steigen, dann steigt auch diese jährliche Steuer relevant. Gleichzeitig steigen Versicherungsprämien in dem Bereich signifikant. Das heißt: Diese Transformation, die da gerade am Wohnungsmarkt stattfindet, die trifft vor allem jüngere Leute, die zum ersten Mal ein Haus oder eine Wohnung kaufen möchten. Für viele ist es momentan nicht einmal mehr ein Ziel, sich eine Immobilie zu kaufen, weil es einfach so fern der Realität ist. Zu den anderen Themen, die sicherlich eine große Rolle spielen werden, gehört auf der einen Seite das Budgetdefizit – 2023 hatten wir ein Budgetdefizit von 855 Mrd. US-Dollar. Aber wir hatten auch damit verbunden einen hohen Verschuldungsgrad von über 120% und eine Immigration, die Gefahr läuft, aus dem Ruder zu laufen.

Friedrich: Präsident Biden ist in den letzten Wochen vor allem durch drastische Zollerhöhungen gegenüber China aufgefallen. Das könnte man mit Blick auf den Wahlkampf als Möglichkeit sehen, um Trump den Wind aus den Segeln zu nehmen, der ja doch den Ursprung dieser ganzen Handelsstreitigkeiten auch mitbegründet hat. Ist das tatsächlich ein Wahlkampfmanöver? Und generell: Wie sieht man China in den USA – als den großen Rivalen der Zukunft? Oder ist das auch ein wenig aufgebauscht?

Alexander Dickhoff: Lass mich hier das Thema „Bidenomics“ ansprechen – die Wirtschaftspolitik, die Präsident Biden momentan verfolgt, welche den Aufbau der Wirtschaft in seinen Worten „von unten nach oben“ beschreibt. Das bedeutet vor allem Investitionen in Infrastruktur, in das verarbeitende Gewerbe, in saubere Energien, in die Ausweitung von Beschäftigungsmöglichkeiten. Die Wirtschaftsdaten, die uns momentan vorliegen, zeigen ein starkes Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen unter seiner Führung. Das heißt, da ist er erfolgreich. Ziel ist es hier, die Wirtschaft auf die Zukunft vorzubereiten und stark in Zukunftsindustrien zu investieren. Der Inflation Reduction Act und auch die zuletzt angehobenen Zölle sollen dabei helfen, diese Grundidee irgendwo zu verwirklichen. Die höheren Staatsausgaben in Zukunftsinvestitionen werden in Zukunft durch die höheren Wachstumsraten aus diesen Investitionen und teilweise erhöhten Steuern, und zwar für Großunternehmen und extreme Gutverdiener, mehr zurückgezahlt werden. Und Du hast recht, China wird teils als wirtschaftlicher Feind angesehen, was auch durch die zuletzt erhobenen Zölle von 100% auf chinesische E-Autos und 50% auf chinesische Solarzellen ganz klar unterstrichen wird.

Friedrich: Abschließend noch mal zur zentralen Frage rund um den Wahlkampf und den anstehenden Urnengang: Wo liegen denn Deiner Meinung nach die großen Unterschiede? Sollte jetzt Trump oder Biden der neue Präsident in den USA werden?

Alexander Dickhoff: Lass' mich hier vielleicht beschränken auf die Bereiche Wirtschaft, Ukraine und den Umgang mit Israel. Wir haben hier auf der einen Seite die eben angesprochenen Bidenomics, auf der anderen Seite einen Trump, der gerade die hohen Ausgaben von Biden für die Inflation verantwortlich macht und am liebsten zu einer Rückkehr der Agenda mit niedrigen Steuern und weniger Vorschriften möchte. Und gleichzeitig übt er harsche Kritik an dem Vorsitzenden der Federal Reserve Bank, Jerome Powell, und wirft ihm vor, politisch zu agieren, und würde ihn deswegen eigentlich am liebsten morgen austauschen. In Bezug auf Deutschland bleibt eines beider möglichen Präsidenten schon gleich, und zwar das Made-in-USA-Thema, das in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen hat und das garantiert von beiden Präsidenten in Zukunft auch weiter betrieben wird. Schauen wir auf die Ukraine: Präsident Biden hat hier den Kongress wiederholt gedrängt, die Finanzierung der Ukraine fortzusetzen, und davor gewarnt, dass ein Sieg

des russischen Präsidenten Putin Europa gefährden und einen anderen wichtigen Gegner der USA, und zwar China, ermutigen würde. Im Februar dieses Jahres warnte Trump noch, er werde Russland ermutigen, mit den NATO-Ländern zu tun, was immer sie wollen, wenn diese Verbündeten ihren finanziellen Verpflichtungen der NATO nicht nachkämen. Man muss fairerweise sagen, dass sich diese harte Rhetorik inzwischen stark abgemildert hat. Ich denke, unter Trump wird es jedoch noch schwieriger werden, Gelder und Waffen für die Unterstützung der Ukraine genehmigt zu bekommen. Schauen wir abschließend noch kurz nach Israel. Auch hier: Präsident Biden bleibt felsenfest in seiner Unterstützung für Israel. Ich glaube, das ist ganz klar – er liefert Waffen im Wert von vielen Milliarden und er drängt auf mehr Hilfe gerade von seinen US-Verbündeten. Er hat aber die öffentliche Kritik an Premierminister Netanjahu wegen seines Umgangs mit dem Gazakrieg ganz klar verschärft – auch in der Rhetorik. Trump, der oft mit seiner Unterstützung für Israel prahlt, sagt nun, das Land müsse zu Ende bringen, was es begonnen hat, und zwar gegen die militanten Hamas-Kämpfer im Gazastreifen, aber es so schnell wie möglich zu Ende bringen, damit es im Wesentlichen auch einen PR-Krieg verliert. Daneben gibt es noch viele wesentliche Unterschiede: Im Umgang mit der Immigration und anderen Themen, die jetzt hier aber den Rahmen sprengen würden.

**Immer und überall
Unser DZ BANK Research für Sie – auf allen Kanälen**

Tanja Pecher, Redakteurin

Finanz- und Kapitalmarktnachrichten bedürfen häufig einer fundierten Einschätzung, insbesondere dann, wenn man nicht vom Fach ist. Diesem Anspruch wollen wir als DZ BANK Research nachkommen. Denn uns ist es wichtig, interessierte Privatkunden und -kundinnen in knapper, aber gehaltvoller Form über das Marktgeschehen zu informieren – beispielsweise über unseren Blog und Podcast. Schauen oder hören Sie doch mal vorbei. Wir freuen uns auf Sie!

Um Ihnen einen Eindruck über das umfassende Tätigkeitsfeld des DZ BANK Research zu vermitteln, im Folgenden mal einige Eckdaten: Mit mehr als 80 Analystinnen und Analysten ist unser DZ BANK Research eine der größten Einrichtungen dieser Art im deutschsprachigen Raum. Unsere Experten beobachten etwa 25 Volkswirtschaften, 19 Währungen, mehr als 250 Anleihe-Emittenten, rund 280 Aktien sowie den Rohstoffmarkt mit den Schwerpunkten Öl und Gold. Darüber hinaus analysieren unsere Volkswirte die wichtigsten internationalen Märkte für Wohnimmobilien sowie den deutschen Markt für gewerbliche Immobilien. Vervollständigt wird dieses Spektrum mit der Analyse nachhaltiger Investments durch ein eigenes Team sowie den Bereich Digitalwährungen. All dies mündet in die Veröffentlichung einer Vielzahl von Analysen – alles in allem rund 12.000 Publikationen pro Jahr. Aus dieser Fülle von Informationen filtern wir das für Sie Interessanteste heraus und stellen es Ihnen auf mehreren Kanälen zur Verfügung.

DZ BANK Research Blog – stets auf dem Laufenden

Bereits seit dem Jahr 2011 veröffentlicht das DZ BANK Research aktuelle Kommentierungen zum Wirtschafts-, Politik- und Kapitalmarktgeschehen in einem eigenen Blog – damals der erste seiner Art in Deutschland. Nach einem umfassenden Remake und seit 2021 in neuem Gewand erwartet Sie unter DZ Research Blog nicht nur das geballte Wissen unserer AnalystInnen und VolkswirtInnen, sondern auch deren vielfältige Ideen und Sichtweisen und damit einhergehend eine risikobewusstere Einschätzung der Lage. Sie analysieren die aktuellen Daten zu den konjunkturellen Trends, bewerten die neuesten Entwicklungen an den Kapitalmärkten und kommentieren die Auswirkungen politischer Ereignisse auf die Wirtschaft. Gern informieren wir Sie über neue Beiträge im DZ Research Blog per Newsletter-Service. Diesen können Sie direkt auf der Website des DZ Research Blogs abonnieren.

Hier geht es zum DZ Research Blog:



oder <https://dzresearchblog.dzbank.de/>

Weitere Social-Media-Kanäle – kompetent und vielfältig

Zusätzlich stellen wir Ihnen einen Auszug unseres breiten Analysespektrums in Form von Nachrichten und Podcasts über unterschiedliche Social-Media-Kanäle zur Verfügung. In unserem DZ Research Podcast auf Spotify (seit April 2023) und Apple Music bieten wir Ihnen ein breites Spektrum an Themen – von A wie Aktienstrategie bis Z wie Zinsentwicklung. Es erwarten Sie spannende Inhalte und Hintergrundinformationen rund um die aktuellen Konjunkturtrends und die neuesten Entwicklungen an den Kapitalmärkten: Jede Woche beleuchten wir ein aktuelles Thema aus unterschiedlichen Blickwinkeln. Dabei sprechen wir mit unseren Expertinnen und Experten, die in lockerer Atmosphäre Antworten auf wichtige Fragen liefern – einfach und verständlich. Wir freuen uns, wenn Sie uns begleiten und wünschen Ihnen viel Spaß beim Zuhören!

Hier geht es zum DZ Research Podcast



Noch aktueller am Geschehen ist unser DZ Research LinkedIn-Kanal, den wir im Dezember 2023 ins Leben gerufen haben. Mit inzwischen mehr als 2.200 Followern erfreut sich dieses Medium großer Beliebtheit. Auf dem DZ Research LinkedIn-Kanal erfahren Sie nicht nur mehr über aktuelle Themen und Trends, sondern auch darüber, wer die Menschen sind, die hinter unseren vielfältigen Analysen und Meinungen stehen.

Hier geht es zum DZ Research LinkedIn-Kanal



oder <https://www.linkedin.com/company/dz-bank-research/>



Trump und China Handelskonflikt 2.0 voraus

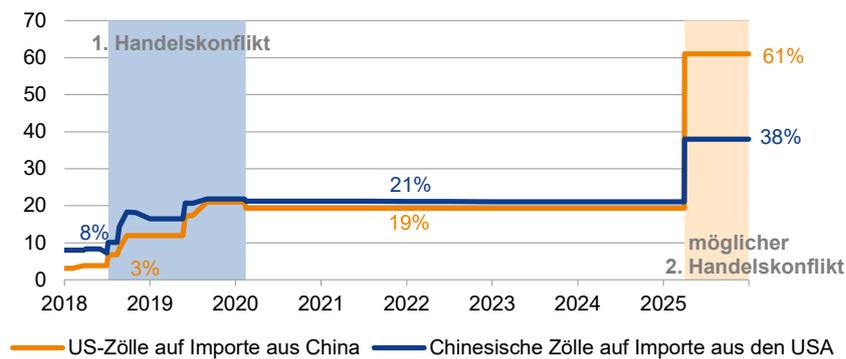
Monika Boven, Economist

„China eats our lunch“ soll Donald Trump schon in den 1990er-Jahren mit Blick auf die US-chinesischen Handelsbeziehungen geklagt haben. Konsequenterweise erklärte er die Volksrepublik in seiner ersten Amtszeit zum Hauptgegner der USA und brach einen heftigen Zollstreit vom Zaun. Diese Außenhandelspolitik will er im Falle seiner Wiederwahl drastisch verschärfen – mit potenziell erheblichem Schaden für China.

Eine der prägendsten Phasen in der ersten Amtszeit Donald Trumps als Präsident der Vereinigten Staaten war zweifellos der handelspolitische Schlagabtausch mit der Volksrepublik China, bei dem sich die beiden größten Volkswirtschaften gegenseitig mit immer höheren Strafzöllen überzogen. Losgetreten hatte den Handelsstreit die Trump-Regierung, die die hohen Importe aus China nicht nur für das enorme Handelsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten verantwortlich machte, sondern auch für die schleichende Deindustrialisierung der US-Wirtschaft, verbunden mit Jobverlusten in der Produktion und dem Niedergang ganzer industrieller Regionen.

In den Jahren 2018 und 2019 erhöhten die USA den gewichteten Zollsatz auf Importe aus China innerhalb von etwa 15 Monaten sukzessive von 3% auf rund 19%. Die chinesische Staatsführung verhängte ihrerseits Sonderzölle auf US-Importe in einem ähnlichen Ausmaß. Geholfen haben die Zölle indes wenig: Das Handelsdefizit zwischen beiden Ländern verringerte sich kaum (siehe auch [„Duell um die nächste US-Präsidentschaft – Was, wenn Trump die Partie gewinnt?“](#)) – die gegenseitigen Zölle sind dagegen bis heute in Kraft.

TRUMP PLANT FÜR SEINE 2. AMTZEIT DRASTISCHE ZOLLERHÖHUNGEN GEGENÜBER CHINA
HANDELSGEWICHTETE ZOLLSÄTZE IN %



Quellen: Petterson Institute (PIIE), Oxford Economics, DZ BANK

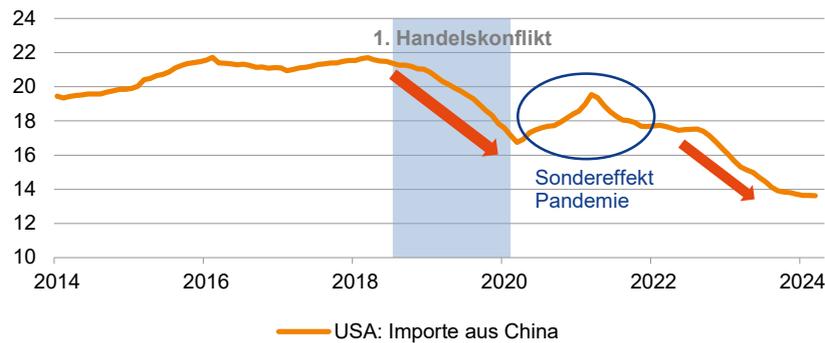
Geplante Zollerhöhungen stellen den Handelsstreit von 2018/19 in den Schatten

Für Donald Trump scheint die Lehre aus diesem ersten Handelskonflikt allerdings zu sein, dass sein Vorgehen gegen China einfach nur nicht entschieden genug gewesen ist. Deshalb will er in seiner möglichen zweiten Amtszeit China gleich ganz den sogenannten „Meistbegünstigtenstatus“ (MFN – Most Favored Nation) aberkennen, der der Volksrepublik als Mitglied der Welthandelsorganisation (WTO) grundsätzlich vergünstigte Zölle zusichert – auch wenn diese aktuell durch die bestehenden Strafzölle bereits erhöht sind. Ohne MFN-Vergünstigungen würde die Zollbelastung auf US-Importe aus China jedoch noch einmal wesentlich höher ausfallen: Einige Produkte dürften mit Raten von mehr als 100% verzollt werden, **gewichtet über alle Warengruppen würde der Zollsatz schätzungsweise auf etwas mehr als 60% steigen**. Sollte also eine zweite Trump-Regierung recht bald nach ihrer Amtseinführung China den MFN-Status kompromisslos entziehen, wäre mit einem gewaltigen, sprunghaften Anstieg der Zollbelastung auf chinesische Wareneinfuhren in die Vereinigten Staaten zu rechnen. Chinas Vergeltungszölle würden in diesem Fall wohl ein gutes Stück geringer ausfallen.

Bilateraler Handel würde erheblichen Schaden nehmen

Die Zollerhöhungen aus dem ersten Handelskonflikt mögen wenig dazu beigetragen haben, das Handelsungleichgewicht zwischen China und den Vereinigten Staaten einzudämmen. Der bilaterale Handel hat gleichwohl gelitten. Besonders deutlich wird dies am Bedeutungsverlust chinesischer Importe in den USA: Ihr Anteil an den US-Gesamtimporten hat in den letzten Jahren – sieht man einmal von den Verzerrungen während der Corona-Pandemie ab – deutlich abgenommen, inzwischen um insgesamt rund ein Drittel. Dieser Verlust an Marktanteilen ist an Chinas Exportwirtschaft nicht spurlos vorbeigegangen: Der schwächere Handel mit den USA hat den Exportmotor Chinas kräftig gedrosselt und auch den konjunkturellen Schwung insgesamt gedämpft. **Wir schätzen, dass China durch den Zollstreit in den Jahren 2018 und 2019 rund 0,5% seiner Wirtschaftsleistung eingebüßt hat, also etwa 0,25 Prozentpunkte pro Jahr langsamer gewachsen ist als ohne die Zölle.**

DURCH ZÖLLE HAT CHINAS EXPORTWIRTSCHAFT MARKTANTEILE IN DEN USA VERLOREN
ANTEIL AN US-GESAMTIMPORTEN IN %, GLEITENDER 12-MONATS-DURCHSCHNITT



Quellen: US Census Bureau, DZ BANK

Sollten die US-Zölle gegenüber China mit dem Wegfall der WTO-Vergünstigungen jedoch tatsächlich um 40 Prozentpunkte angehoben werden, hätte dieser Schritt schon allein aufgrund seines Ausmaßes wesentlich gravierendere Folgen. Erfolgte die Zollerhöhung zudem schlagartig, also ohne zeitliche Staffelung, müsste sogar mit schockartigen Anpassungsreaktionen gerechnet werden. Wir schätzen, dass sich der Anteil Chinas an den Importen der Vereinigten Staaten dann innerhalb kurzer Zeit noch einmal erheblich reduzieren würde – wahrscheinlich würde er sich binnen zwei bis drei Jahren von aktuell 14% auf etwa 7% halbieren. **Chinas Exporte in die USA würden vermutlich noch im ersten Jahr nach Einführung der neuen Zölle um rund 30% einbrechen.**

Ausweichstrategien stoßen an ihre Grenzen

Hinzu kommt, dass China die neue Zollbelastung nur teilweise mit einer Abwertung des Yuan abfedern könnte. Während des ersten Handelskonflikts hatte die chinesische Währung rund 13% an Wert verloren, was nahezu dem Ausmaß der damaligen Zollerhebung entsprach und von chinesischen Exporteuren zu einem Gutteil weitergereicht wurde. **Eine Wechselkursanpassung, die eine 40%ige Zollerhöhung auch nur annähernd ausgleicht, ist jedoch völlig undenkbar.** Die Wucht der Zölle würden US-Importeure also viel stärker zu spüren bekommen als vor sechs Jahren.

Auch Zollvermeidungsstrategien wären Grenzen gesetzt. China hatte ab 2018, um die Sonderzölle der Trump-Regierung zu umgehen, verstärkt Warenlieferungen über Drittstaaten in die Vereinigten Staaten geleitet, vor allem über den Nachbarn Vietnam. Seither treffen auch viele Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen zugunsten des südostasiatischen Staates und haben begonnen, Produktionsstätten von China nach Vietnam zu verlagern. Deshalb hat Vietnam inzwischen eher ein Interesse daran, eigene Produkte als Substitute für chinesische Waren in die USA zu exportieren. Außerdem würde eine noch intensivere Umleitung der US-chinesischen Handelsströme über Vietnam in der mittelgroßen Volkswirtschaft wohl allmählich an Kapazitätsgrenzen stoßen.

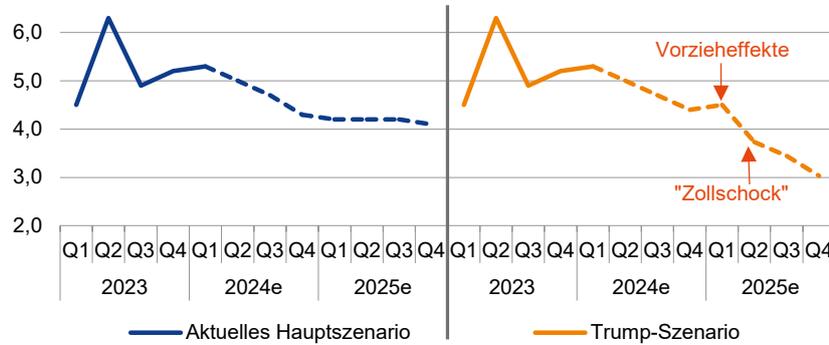
Zolleffekt würde Chinas Wirtschaftswachstum schon nach einem Jahr um 1 Prozentpunkt drosseln

Damit wird deutlich, dass die aktuell von Donald Trump angedachten Zollerhöhungen die chinesische Wirtschaft ungleich härter treffen würden als der Handelskonflikt in Trumps erster Amtszeit. **Wir schätzen, dass das Wirtschaftswachstum Chinas bereits ein knappes Jahr nach einer sprunghaften Anhebung der Zölle rund 1 Prozentpunkt schwächer ausfallen würde als in unserem aktuellen Hauptszenario ohne diese neuen Zölle.** Dies könnte bereits zum Jahreswechsel 2025/26 der Fall sein, sollte eine neue Trump-Regierung die Weichen für die Aberkennung von Chinas WTO-Privilegien recht schnell nach ihrer Amtseinführung stellen. Damit würde der „Zollschock“ – wie in der Grafik oben skizziert – schon im Frühjahr 2025 eintreten.

Allerdings werden US-Importeure den drohenden Zollerhöhungen nicht tatenlos entgegensehen. Spätestens im Falle einer erneuten Wahl Trumps, wahrscheinlich aber auch schon in den Wochen davor, dürften sie sich mit Waren aus China eindecken und die Importe deutlich steigern. Diese **Vorzieheffekte würden Chinas Exportindustrie und damit das Wirtschaftswachstum temporär ankurbeln, bevor der „Zollschock“ den Schwung jäh ausbremst.** Dadurch würde Chinas Wirtschaftswachstum im Durchschnitt des Gesamtjahres 2025 in diesem extremen „Trump-Szenario“ sogar kaum niedriger ausfallen als in unserem aktuellen Hauptszenario, das eine Wiederwahl von Joe Biden unterstellt.

Allerdings wäre das Wachstumsprofil ein ganz anderes: Nach einem kräftigen Jahresauftakt würde die chinesische Konjunktur im weiteren Jahresverlauf stark abbremsen, wobei das schwache Jahresende bereits auf ein ebenso schwaches Jahr 2026 hindeutet.

“ZOLLSCHOCK” DROSSELT CHINAS WIRTSCHAFTSWACHSTUM BETRÄCHTLICH
 BRUTTOINLANDSPRODUKT (BIP) CHINA, J/J IN %, GESTRICHELT: PROGNOSE



Quellen: National Bureau of Statistics of China (NBS), Prognose: DZ BANK

Mögliche Rückkehr Trumps ins Weiße Haus ist großes Konjunkturrisiko für China

China wäre zweifellos einer der größten Verlierer, sollte Donald Trump die US-Präsidentschaftswahlen im November für sich entscheiden. Selbst wenn Trump seine extremen Pläne nach seiner Wiederwahl nicht vollends umsetzen kann oder will und beispielsweise die Einführung der neuen Zölle verzögert, sie nur schrittweise erhöht oder sogar nur damit droht, wäre mit Gegenwind für Chinas Exportkonjunktur zu rechnen. Denn auch die Unsicherheit durch die erratische Wirtschaftspolitik Trumps würde Chinas Konjunktur belasten. Gleichwohl wären die Auswirkungen dann längst nicht so gravierend wie oben skizziert.



Dynamischer Anstieg US-Schuldenlast und die Anleihemärkte

Andy Cossor und Birgit Henseler, Analysten

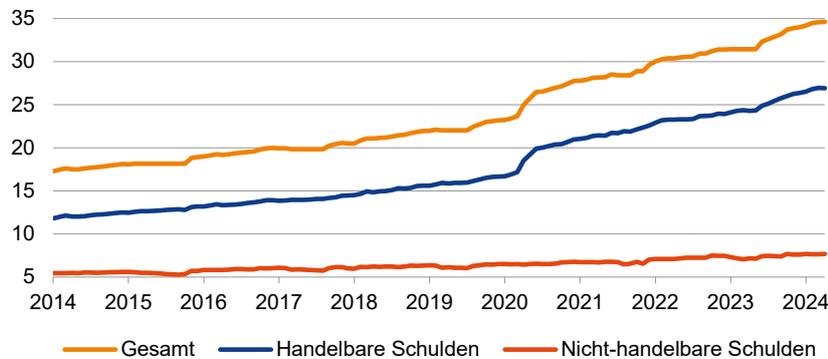
Das Schuldenmachen von Regierungen scheint weltweit in Mode gekommen zu sein. Insbesondere in den USA jagt ein neuer Schuldenrekord den nächsten. Unabhängig vom Ausgang der US-Präsidentenwahlen dürfte die Verschuldung weiter steigen, während die Finanzmärkte das erhöhte Angebot an Staatsanleihen aufnehmen müssen. Doch wie besorgniserregend ist die Verschuldung der USA wirklich?

Unter Präsident Clinton (1993 bis 2001) ermöglichte die Kombination aus einem verantwortungsbewussten Kongress und einem guten Wirtschaftswachstum einen moderaten Abbau des amerikanischen Schuldenbergs. Im vergangenen Jahrzehnt ist die Staatsverschuldung der USA jedoch unaufhaltsam angestiegen. Während die Steuersenkungen unter Präsident Trump (2017 bis 2021) die Wachstumsrate der Verschuldung erhöht haben, war es später die Pandemie, die die Verschuldung auf ein höheres Niveau getrieben hat. Nach der Pandemie hat die von Biden angeführte fiskalische Expansion die ausstehende Bundesschuld trotz einer starken wirtschaftlichen Erholung auf fast 35 Billionen US-Dollar ansteigen lassen. In nur einem Jahrzehnt hat sich der Schuldenstand nahezu verdoppelt. Der größte Teil der Schulden (etwa 78%) sind handelbare Schuldtitel, was bedeutet, dass Investoren lange Zeit immer größere Mengen an US-Schulden (US-Staatsanleihen) kaufen mussten. Nun, da die Renditen gestiegen sind, sind auch die Kosten für den Schuldendienst (stark) gestiegen. Im Jahr 2024 werden die USA 3,2% des BIP für den Schuldendienst ausgeben, verglichen mit 2,9% für die Verteidigung.

Einer der Gründe, warum die Schuldenlast der USA so stark und kontinuierlich gestiegen ist, liegt darin, dass Washington nicht bereit ist, das Problem ernsthaft anzugehen. Die Ausgaben, insbesondere für politisch populäre Leistungsprogramme wie die Sozialversicherung, sind unaufhaltsam gestiegen, und niemand im Kongress wagt es, größere Reformen in diesem Bereich vorzuschlagen. Auf der anderen Seite sind Republikaner (vor allem) und Demokraten gern bereit, die Steuern zu senken, selbst wenn der Haushalt ein hohes Defizit aufweist. So sind Haushaltsdefizite die Regel und die Schulden steigen von Jahr zu Jahr. Das wird sich auch nach den US-Präsidentenwahlen nicht ändern. Biden dürfte weiterhin auf staatliche Anreize für Investitionen in klimafreundliche Technologien und den Chip-Sektor setzen. Zudem will er die Sozialausgaben erhöhen. Trump hingegen würde die Steuern im Inland senken, insbesondere

die Unternehmenssteuern. Unabhängig davon, wer von beiden das Rennen um die nächste US-Präsidentschaft macht, dürfte die Staatsverschuldung weiter steigen.

DER US-SCHULDENBERG IST WÄHREND DER PANDEMIE STARK GESTIEGEN, ABER TROTZ SCHNELLEREM WACHSTUM TENDIERT ER NOCH STARK NACH OBEN
IN BILLIONEN US-DOLLAR



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Wer hat US-Staatsanleihen gekauft?

In den Jahren der Pandemie war die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ein massiver Käufer von US-Staatsanleihen. Von gut 2 Billionen US-Dollar Ende 2019 stieg das US-Portfolio auf knapp 6 Billionen US-Dollar im zweiten Quartal 2022. Einige ausländische Zentralbanken sind nach wie vor bedeutende Investoren in US-Treasuries. Chinas Bestände sind von rund 1,2 Billionen US-Dollar im Jahr 2018 auf rund 800 Mrd. US-Dollar gesunken, aber es gibt keine Anzeichen für aktive Verkäufe. Japans Bestände sind im selben Zeitraum um rund 100 Mrd. US-Dollar auf rund 1,2 Billionen US-Dollar gestiegen. Mit dem Ende der ultralockeren Geldpolitik in Japan besteht die Sorge, dass sich japanische Investoren langsam aus dem Markt für US-Staatsanleihen zurückziehen könnten. Der allmähliche Rückzug von einigen weltweiten Zentralbanken aus dem US-Treasury-Markt kollidiert seit Mitte 2022 mit dem Rückzug der Fed. Seit Juni 2022 hat die Fed ihre Bestände an US-Staatsanleihen um insgesamt knapp 750 Mrd. US-Dollar reduziert.

Traditionell halten jedoch Investoren aus dem Nahen Osten beträchtliche Mengen an US-Treasuries. Es gibt auch Anzeichen dafür, dass die Bestände inländischer US-Investoren (zum Beispiel Pensionsfonds) in den letzten 20 Jahren tendenziell gestiegen sind, wahrscheinlich um mehr als 25%, das heißt um Hunderte von Milliarden US-Dollar, wenn nicht sogar mehr. Alles in allem gehen wir davon aus, dass der Markt für US-Staatsanleihen für ausländische Investoren attraktiv bleiben dürfte. So gibt es für Anleger, die einen hoch bewerteten, tiefen, liquiden und leicht handelbaren Markt suchen, keine Alternative zu US-Treasuries. Daran wird sich auch wenig ändern, wenn den Vereinigten Staaten das zuletzt gebliebene AAA-Rating entzogen wird.

An US-Staatsanleihen führt kein Weg vorbei

Da die USA nicht mehr von allen Ratingagenturen mit der Bestnote bewertet werden und die US-Schuldenquote in den kommenden Jahren deutlich steigen dürfte, könnten Investoren dem US-Staatsanleihenmarkt den Rücken kehren. Doch welche Staatsanleihen haben noch den Status eines „sicheren Hafens“? Schließlich steigt die Staatsverschuldung in den meisten Ländern, die noch über ein gutes Rating verfügen, sodass die Anleihen dieser Länder keine wirkliche oder bessere Alternative darstellen dürften. Deutsche Bundesanleihen werden von allen Ratingagenturen mit Bestnoten bewertet, allerdings ist das Renditeniveau im Vergleich zu anderen Ländern niedrig. Die schwache konjunkturelle Entwicklung, strukturelle Probleme, demografische Herausforderungen und steigende Energiepreise belasten zudem den Ausblick für die deutsche Staatsverschuldung. Auch in der Eurozone steigt die Verschuldung stark an und stellt kaum eine Alternative zu den USA dar. Großbritannien verfügt nicht mehr durchgängig über ein AAA-Rating und leidet ebenfalls unter einem hohen Schuldenberg. Anderen staatlichen Emittenten wie Kanada, Australien, Schweden, Dänemark oder Norwegen mangelt es an Markttiefe und Liquidität.

Damit bleiben die USA der größte, liquideste und sicherste Anleihemarkt der Welt. Investoren werden auch in Zukunft nicht umhinkommen, dort aktiv zu sein. Ein wachsender Schuldenberg bei gleichzeitig abnehmender offizieller Nachfrage durch ausländische Zentralbanken verändert jedoch die Nachfragedynamik am Markt und könnte längerfristige, struk-

turelle Auswirkungen auf das US-Renditeniveau haben. Mittelfristig dürften die US-Renditen tendenziell steigen. Dies gilt nicht nur für US-Treasuries. Angesichts der weltweit steigenden Verschuldung dürften auch die Renditen von Staatsanleihen anderer bedeutender Emittenten mittelfristig im Trend steigen.



Diogenes war nie Politiker

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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

Diogenes' Kollege Platon war ja der Meinung, dass Staaten von Philosophen regiert werden sollten. Diogenes war aber nie Politiker. Nicht, dass er nicht gewollt hätte. Und zugetraut hätte er es sich auch. Er hat auch immer mal wieder einen Anlauf genommen, ist aber nie weit gekommen.

Es gibt ja verschiedene Wege in die Politik. Der einfachste, der für einen Philosophen aber natürlich nicht in Frage kommt, ist: physische Gewalt. Oder man kann sich ein politisches Amt kaufen – in Autokratien müssen die Herrschenden bestochen werden, in Demokratien die Beherrschten. Das schied für Diogenes mangels Masse ebenfalls aus.

Er hat es mit der Macht des Wortes versucht. Aber auf dem Marktplatz auf einer Holzkiste stehend musste er feststellen, dass er nicht zum Volksredner geboren ist. Seine Reden gingen den Menschen über die Köpfe.

Es bleibt nur der lange Marsch durch die Institutionen, heute auch „Ochsentour“ genannt. Bevor es politische Parteien gab, kam dafür etwa das Militär in Frage. Dort hatten prinzipiell auch mittellose junge Männer die Chance, sich hervorzutun, in der Hierarchie aufzusteigen und schließlich bis in die Sphären der hohen Politik zu gelangen. Diogenes hat allerdings um alles Soldatische immer einen großen Bogen gemacht.

Oder die Kirche, die ja zu manchen Zeiten politisch und wirtschaftlich mächtiger war als die weltlichen Herrscher: Wer fromm genug war, aber nicht zu fromm, um sich auch einmal die Hände schmutzig zu machen, konnte es dort weit bringen. Diogenes hatte aber nie das richtige Gebetsbuch.

So blieb es also dabei, dass er im politischen Geschehen immer nur Zuschauer war. Dabei hielt er an seiner Idealvorstellung von einem Politiker fest: Der sollte nicht nur anständig, fleißig und klug sein, sondern sich auch eine gewisse Bescheidenheit und Menschenfreundlichkeit bewahrt haben. Folglich musste Diogenes unzählige Male mit ansehen, wie Personen an die Spitze gelangten, die seinem Idealbild überhaupt nicht entsprachen. Manche von denen machten trotzdem einen guten Job. Und manche, die er eigentlich gut fand, erwiesen sich im Amt als Nieten. Diogenes fing an, an seinem politischen Urteilsvermögen zu zweifeln.

Ein solcher Fall – Diogenes kann sich nicht mehr erinnern, in welchem Jahrhundert und in welcher Weltgegend das war – hat allerdings nicht nur Diogenes' Selbsteinschätzung, sondern seinen Glauben an die Menschheit überhaupt nachhaltig erschüttert.

Der Mann – nennen wir ihn einfach einmal „T“ – hatte nichts im Kopf außer seinem Ego. Sein ererbtes Vermögen hatte er heruntergewirtschaftet, er konnte sich also kein Amt kaufen. Für die Ochsentour durch die Institutionen fehlten ihm Anpassungs- und Durchhaltevermögen. Also versuchte er es als Volksredner – und das mit durchschlagendem Erfolg.

Einmal stand Diogenes eine zweistündige Rede von T durch, in der er nichts anderes sagte als: Alles ist schlecht – wenn ihr mich zum Herrscher macht, wird alles wieder großartig. Ich bin der Größte und habe immer recht. Wer für mich ist, ist mein Freund, und ich werde ihn reichlich beschenken. Wer gegen mich ist, der gehört nicht hierher.

Diogenes konnte nur darüber staunen, dass T von Menschen unterstützt wurde, zu denen er überhaupt nicht passte. Fromme Leute störte es nicht, dass Gott in seinen Reden nur als Wahlkampfhelfer vorkam. Brave, hart arbeitende Leute störte es nicht, dass er außer Showbusiness nichts gelernt hatte und sich mit Frauengeschichten brüstete. Friedliebende Leute störte es nicht, dass er ständig mit Gewaltdrohungen hantierte. Gebildete Leute störte es nicht, dass sein Wortschatz dem eines Sechsjährigen entsprach und seine verworrenen Sätze oft gar keinen Sinn ergaben. Und wie jemand seine zwischen salbungsvoll und weinerlich schwankende Stimme und seine entweder hochnäsiger oder beleidigter wirkende Mimik attraktiv finden konnte, blieb Diogenes völlig rätselhaft.

T schaffte es tatsächlich in das höchste Amt, und dort tat er, was zu befürchten war. Er verscherzte es sich mit den befreundeten Ländern und hielt sich nicht an Bündnisversprechen. Zivilisatorische Fortschritte im Land machte er rückgängig und hetzte die Bürger gegeneinander auf. Währenddessen bereicherte er sich weiter und frönte seinen Eitelkeiten. Natürlich war T irgendwann nicht mehr im Amt, aber bis dahin hatte er das Land unreparierbar verändert.

Geschichten wie diese haben sich zu allen Zeiten abgespielt, ganz unabhängig von Gesellschaftsform oder politischem System. Gibt es einen Trost? Nur den, dass T nicht die schlimmste denkbare Sorte von Politikern war. Denn das sind die, die wegen irgendeiner fixen Idee bereit sind, ihr Leben und das ihres ganzen Volkes zu opfern. Dazu war unser T dann doch zu selbstverliebt und opportunistisch.

Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Redaktionsschluss: 7. Juni 2024

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income, in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen, und ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der

Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income, in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen und ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

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

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden

oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

- 6.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittsperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 6.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4** Die **Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft** und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die **DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt**.
- 6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.
- 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung**
- 7.1 Adressaten**
Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland 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.
- 7.2 Wesentliche Informationsquellen**
 Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.
 Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. 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.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapur Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.
Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.
- 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.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.
Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder

Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

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

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

- 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.
- 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 Wertpapierneben dienstleistungen. 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.
- 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.
- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde

legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

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

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

Ergänzende Information von 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.