

# FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.



## Leitzinssenkungen voraus

Rückkehr des Niedrigzinsumfelds?

Veröffentlicht am:  
11.9.2024 12:13 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

# Langersehnt ...

## EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

die Spatzen pfeifen es schon seit Monaten von den Dächern: Die Zeit der Leitzinssenkungen steht vor der Tür und ist in einigen Regionen der Welt bereits angebrochen. Während die Europäische Zentralbank ihren ersten Schritt bereits vollzogen hat, lässt sich die US-Notenbank zwar noch etwas bitten. Lange dürfte es jedoch nicht mehr dauern. Grund genug für uns, die aktuelle Friedrich-Ausgabe ganz dem Thema Zinsen zu widmen.

Dabei gehen wir der Frage nach, ob das globale Niedrigzinsumfeld, das im Euroraum über gut 15 Jahre bis 2022 anhielt, wiederkehrt, wie groß die Gefahr einer erneuten Nullzinspolitik ist und warum überhaupt im aktuellen Umfeld die Leitzinsen gesenkt werden.

In den USA wird die Zinsentwicklung sehr stark vom Ausgang der Präsidentschaftswahl abhängen. Für den Fall, dass Donald Trump das Rennen macht, sind auch Mehrheitsverhältnisse im Kongress von Bedeutung. Kann er durchregieren, dürfte dies mit einer höheren Volatilität in der Zinslandschaft einhergehen, was auch für Europa und den Rest der Welt nicht ohne Folgen bliebe.

Ohne Frage sind sinkende Zinsen für Kreditnehmer eine gute Nachricht. Sparer indes sind gut beraten, sich nach Alternativen umzuschauen, um auch weiterhin anständige Renditen für ihre Geldanlage zu erhalten. Mehr zum Thema, was sinkende Zinsen für Bankkunden bedeuten, erfahren Sie in unserem Experten-Interview mit Alexander Geck, Bereichsdirektor Private Banking der Volksbank Darmstadt Mainz eG.

Darüber hinaus beleuchten wir, wie sich Zinsänderungen auf die unterschiedlichen Anlageklassen auswirken und inwiefern Anleihen, Aktien sowie Gold und nicht zuletzt auch der Bitcoin von sinkenden Zinsen profitieren – und welche Rolle dabei das richtige Timing spielt.

Wir wünschen eine anregende Lektüre

Ihr DZ BANK Research-Team

# Inhalt

AUSGABE #Nr./2024



## KAPITEL 1

### Leitzinssenkungen voraus

Rückkehr des Niedrigzinsumfelds?

Seite 6



## KAPITEL 2

### US-Wahl ist kein Spielverderber

Chance auf Jahresendrally

Seite 9



## KAPITEL 3

### Timing ist alles

Anlageklassen im Lichte sinkender Zinsen

Seite 13



## KAPITEL 4

### Normal ist anders

Zinsstrukturkurve verlässt Ausnahmebereich

Seite 19



## KAPITEL 5

### Mischpult

Musterportfolio

Seite 21

**Was bedeuten  
sinkende Zinsen  
für  
Bankkunden?**



**KAPITEL 6  
Experten-Interview**

Mit Alexander Geck, Bereichsdirektor Private Banking,  
Volksbank Darmstadt Mainz eG

**Seite 25**

**KAPITEL 7  
Die Zinsparität**

Theorie und Praxis

**Seite 28**



**KAPITEL 8  
Zinsentwicklung im Trump-Szenario**

Auswirkungen auf Fiskal- und Geldpolitik

**Seite 31**



**KAPITEL 9  
Billiger Immobilienerwerb**

Wann wird es endlich wieder so, wie es nie war?

**Seite 34**



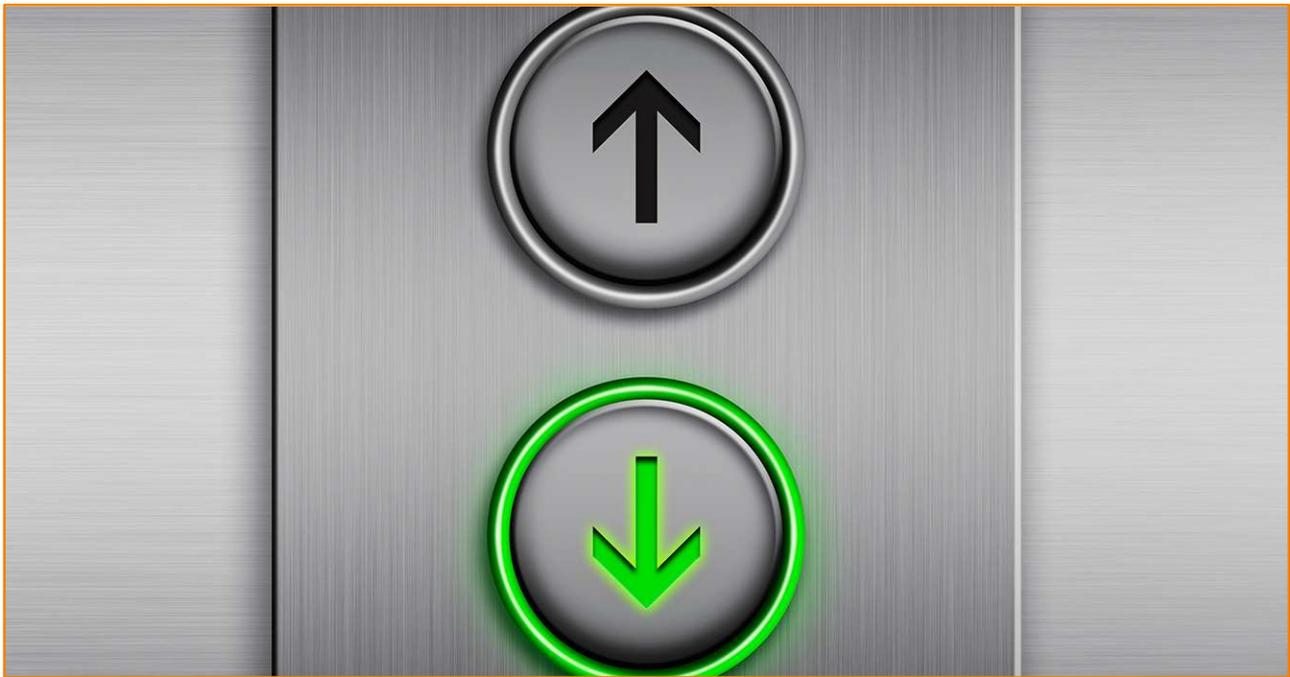
**KAPITEL 10  
Glosse**

Geldpolitik passt nicht in Diogenes' Hirn

**Seite 37**

**HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE**

**Seite 39**



### **Leitzinssenkungen voraus Rückkehr des Niedrigzinsumfelds?**

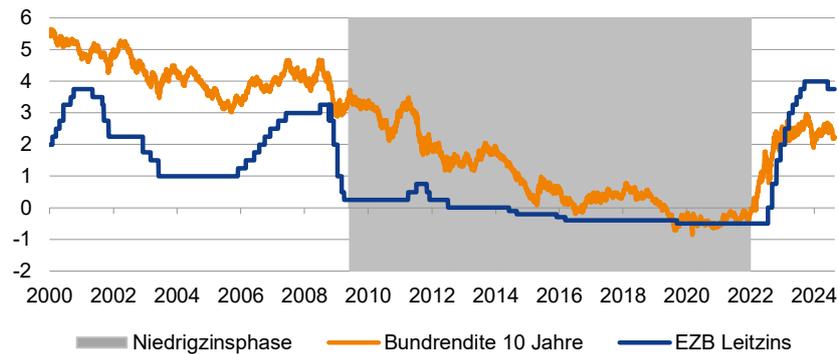
Birgit Henseler, Analystin

**Die Leitzinsen im Euroraum werden in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter gesenkt. Die damit einhergehende Befürchtung, dass es zu einer Rückkehr des Niedrigzinsumfelds kommen könnte, halten wir für unbegründet. Zwar könnten die Leitzinssenkungen die Renditen kurzfristig noch einmal drücken. Verschiedene Gründe sprechen jedoch gegen eine Rückkehr zu den sehr niedrigen Renditen wie in den Jahren 2009 bis 2022.**

Das Umfeld für die Finanzmärkte lässt sich derzeit mit wenigen Worten beschreiben: Eine Inflation, die weiterhin über dem Ziel der Notenbanken liegt, ein moderates Wachstum und eine extrem restriktive Geldpolitik. Sollen die Notenbanken nun die Leitzinsen senken, um die konjunkturelle Dynamik anzukurbeln, oder sollen die Währungshüter angesichts des nur langsam nachlassenden Preisdrucks weiterhin auf der geldpolitischen Bremse stehen? Für die kommenden Monate erwarten wir sowohl im Euroraum als auch in den USA Leitzinssenkungen. Damit beginnt an den Finanzmärkten eine „neue“ Ära, nachdem die Notenbanken in den vergangenen Krisen- und Pandemiezeiten zunächst mit einer extremen Lockerung der Geldpolitik die Konjunktur stützten und dann mit drastischen Leitzinserhöhungen die aufgekommene Inflation bremsten. So lagen die Leitzinsen zwischen 2009 und 2022 bei null oder sogar darunter. Mit der jüngsten Straffung der geldpolitischen Zügel befinden sich die Leitzinsen im Euroraum auf dem höchsten Stand seit 2001. Im Zuge dessen sind auch die Renditen wieder deutlich gestiegen. Viele Privatanleger erhalten wieder Erträge auf ihre Ersparnisse, nachdem dies lange Zeit ein Nullsummenspiel war.

Mit den aus unserer Sicht bevorstehenden Leitzinssenkungen stellt sich für viele Anleger nun die Frage, ob die Zeit der mageren Renditen am Rentenmarkt wieder zurückkehrt. Wir gehen zwar davon aus, dass die Renditen mit den Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank und der US-Notenbank in den kommenden Monaten leicht nachgeben werden, das bis etwa 2022 andauernde Niedrigzinsumfeld dürfte aber nicht wiederkehren.

### RENDITEANSTIEG MIT LEITZINSANHEBUNGEN – UND UMGEKEHRT IN PROZENT



Quellen: Bloomberg; DZ BANK

### Vieles spricht für höhere Renditen

Die Hauptgründe, warum eine Rückkehr in die Niedrigzinsphase unwahrscheinlich ist, sind vielfältig: Zum einen gehen wir davon aus, dass die EZB ihren restriktiven geldpolitischen Kurs nur sehr langsam zurücknehmen wird. Auf Sicht von einem Jahr rechnen wir mit Leitzinssenkungen von 25 Basispunkten pro Quartal. Dies entspricht einer sehr vorsichtigen Lockerung der Geldpolitik. Ein schnellerer und deutlich aggressiverer Zinssenkungszyklus, wie er in der Vergangenheit häufig zu beobachten war, ist hingegen nicht zu erwarten. Dafür ist die Inflation unseres Erachtens nach wie vor zu hoch. Erst gegen Ende 2025 dürfte die Notenbank ihr Inflationsziel von 2% (J/J) wieder erreicht haben. Hinzu kommt die latente Gefahr eines deutlich zu hohen Lohndrucks, der zu einem Wiederaufflammen der Inflation führen könnte. So lag der Anstieg der Tariflöhne im Euroraum laut EZB im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr immer noch bei 3,6%, nach 4,7% im ersten Quartal. Der nur langsame Rückgang der europäischen Inflationsraten ist daher ein wichtiges Argument für die von uns erwartete vorsichtige Lockerung der Zinszügel. In diesem Umfeld dürften auch die langfristigen Kapitalmarktrenditen nicht so stark sinken.

Auch beim Wirtschaftswachstum sehen wir keine Notwendigkeit, einen aggressiven Zinssenkungszyklus einzuleiten oder gar die Zinsen wieder in den Null- oder Negativbereich zu senken. Sorgenkind bleibt zwar insbesondere die deutsche Wirtschaft, deren schwache Entwicklung sich auch dämpfend auf die Konjunktur im gesamten Euroraum auswirkt. In der zweiten Jahreshälfte 2024 und auch im Jahr 2025 rechnen wir aber mit einer moderaten konjunkturellen Erholung. Die Gefahr einer Rezession, die ein energischeres Eingreifen der EZB erfordern würde, sehen wir derzeit nicht.

### Leitzinssenkungen, aber warum eigentlich?

Was aber sind die Gründe dafür, die geldpolitischen Zügel bereits im September und dann quartalsweise wieder zu lockern, wenn eine Rezession nicht unmittelbar bevorsteht, die Inflation nur langsam zurückgeht und der Preisdruck mittelfristig sogar moderat über dem Inflationsziel der EZB liegen dürfte?

Der Hauptgrund dürfte die lange Wirkungsverzögerung der geldpolitischen Maßnahmen sein, die es den Währungshütern erlaubt, in den kommenden Monaten schrittweise Zinsanpassungen vorzunehmen. Dabei erwarten wir vor allem eine Normalisierung der derzeit restriktiven Geldpolitik. Die EZB dürfte ihren Leitzinssenkungszyklus bei rund 2,25% (Einlagensatz) beziehungsweise 2,4% (Refinanzierungssatz) und damit leicht oberhalb der Inflationsrate beenden. Hierfür gibt es ebenfalls gute Argumente: Die Inflationsraten könnten auch mittelfristig deutlich höher ausfallen als nach 2009. Langfristige, strukturelle Entwicklungen in vielen Volkswirtschaften, wie der demografische Faktor, ein Fachkräftemangel oder der Klimawandel könnten die Inflation in Zukunft höher halten als in den zurückliegenden Jahren. Zudem dürfte der Inflationsdruck in den kommenden Jahren durch eine hohe Staatsverschuldung verstärkt werden, da fiskalpolitische Maßnahmen oft erst mit einer erheblichen Verzögerung wirken. Unseres Erachtens wird sich aus diesen Gründen die Inflation voraussichtlich auf einem höheren Niveau einpendeln als in der Vergangenheit. Das Inflationsziel der Notenbank von 2% (J/J) könnte daher in den kommenden Jahren verfehlt werden. In diesem Umfeld dürfte die Zentralbank ihren Leitzins langfristig höher ansetzen als zwischen 2009 und 2022. Die Kapitalmarktrenditen dürften sich auf Niveaus leicht über dem Leitzins einpendeln. Dies ist im Durchschnitt deutlich höher als in der Vergangenheit. Eine Rückkehr zu den ultraniedrigen Renditen erscheint unwahrscheinlich.

Nicht zuletzt gibt es einen weiteren gewichtigen Grund, der tendenziell für höhere Renditen als in der Vergangenheit spricht: der Abbau der Zentralbankbilanz. Im Zuge der Finanzmarktkrise 2008, der EWU-Schuldenkrise 2010 und der Corona-Pandemie haben die Notenbanken weltweit ihre Bilanzen durch den Kauf von Wertpapieren kräftig ausgeweitet. Ziel war es explizit, die Renditen am langen Ende der Kurve niedrig zu halten. Nun geht die EZB den umgekehrten Weg und reduziert ihre Notenbankbilanz, indem sie die Mittel aus fällig werdenden Anleihen nicht wieder in Wertpapiere investiert. Damit fällt ein wichtiger Nachfrager nach Staatsanleihen weg. Doch nicht nur reduziert die Notenbank ihre Bilanz, gleichzeitig steigt die Verschuldung in der Eurozone tendenziell an. Es werden also mehr Staatsanleihen emittiert, die auf den Markt kommen und Käufer suchen. Diese Kombination könnte mittelfristig zu höheren Renditen führen als im Durchschnitt der Jahre 2009 bis 2022.

**DIE NOTENBANKBILANZ WIRD LANGSAM ABGEBAUT**  
IN MRD. EURO



Quellen: Bloomberg; DZ BANK

### Wie groß ist die Gefahr einer erneuten Nullzinspolitik?

Auch wenn wir die Wahrscheinlichkeit einer Nullzinspolitik der EZB derzeit als eher gering einschätzen, sollten die Risiken nicht ausgeblendet werden. Eine starke De-Globalisierungsbewegung in Form umfassender und weitreichender protektionistischer Maßnahmen könnte zwar zunächst zu höheren Inflationsraten führen, dürfte aber auch das Wirtschaftswachstum deutlich bremsen und könnte damit stärkere Leitzinssenkungen nach sich ziehen. Die zahlreichen Krisenherde (Nahostkonflikt, Ukraine-Krieg, Taiwan-China-Frage) bergen ebenfalls das Risiko, die wirtschaftliche Dynamik stark zu dämpfen. Auch eine systemische Krise (beispielsweise aufgrund der weltweit hohen Staatsverschuldung) oder eine Neuordnung des globalen Finanzsystems dürfte zu stärkeren Reaktionen der Notenbanken führen, die bis hin zu Nullzinsen oder Anleihekäufen reichen könnten. Auf absehbare Zeit halten wir solche Ereignisse jedoch für eher unwahrscheinlich.

### Das Niedrigzinsumfeld kehrt nicht wieder zurück!

Verschiedene Gründe sprechen dafür, dass die Renditen im Durchschnitt nicht mehr so deutlich sinken werden wie in den Jahren 2009 bis 2022, auch wenn die EZB – und andere weltweit bedeutende Notenbanken – die Leitzinsen in den kommenden Monaten zurücknehmen wird. Gleichzeitig sehen wir bei den Kapitalmarktrenditen auch keinen bevorstehenden Anstieg auf Niveaus, wie sie noch vor der Finanzmarktkrise zu beobachten waren. So sprechen der nur moderate Abbau des Wertpapierportfolios der Notenbank sowie die anhaltend hohe Liquiditätsversorgung der Wirtschaft gegen einen deutlichen Renditeanstieg. Eine Rückkehr der Langfristrenditen von über 4%, wie sie vor der ultraexpansiven Geldpolitik mit Leitzinsen nahe null sowie der Bilanzausweitung der EZB seit 2009 üblich waren, steht daher unseres Erachtens ebenfalls nicht bevor.



### US-Wahl ist kein Spielverderber Chance auf Jahresendrally

Christoph Müller, Analyst

**Von wegen Sommerloch! Zumindest der August war an Turbulenzen an den Aktienmärkten kaum zu überbieten. Nachdem auf eine starke Korrektur neue DAX-Rekorde folgten, wurden Anleger erneut vorsichtiger. Auch Gold erreichte neue Allzeithochs – in Erwartung niedrigerer Zinsen. In den nächsten Wochen dürfte der Blick neben der Geldpolitik auf die US-Wahl gerichtet sein, die – so zeigt es die Vergangenheit – ganz eigene Wirkungen hat.**

Nachdem der DAX am „Schwarzen Montag“, den 5. August 2024, deutlich unter Abgabedruck geraten war und bis auf rund 17.050 Punkte nachgab, setzte bereits wenige Tage später eine sehr dynamische Aufwärtsbewegung ein. Die näher rückende US-Zinswende und die Erwartung eines sich hierzulande fortsetzenden Zinssenkungszyklus haben die Zuversicht der Marktakteure zurückkehren lassen. Hinzu gesellte sich eine weitgehend positiv verlaufene Berichtssaison für das zweite Quartal. Doch im saisonal ohnehin schwachen Monat September kehrten KI- und (US-)Rezessionsorgen zurück und belasteten.

**AKTIENMÄRKTE: ÜBER DIE SOMMERMONATE 2024 HINWEG GING ES STÜRMISCH ZU**  
 LS: DAX; RS: S&P 500; JEW. IN PUNKTEN



Quellen: LSEG, DZ BANK

### Bühne frei für Harris oder Trump

Nachdem die Fed bereits am 18. September den Startschuss ihres Zinszyklus abgeben und anschließend wohl weitere Zinssenkungen in Aussicht stellen dürfte, richtet sich das Augenmerk der Marktteilnehmer zusehends auf die US-Präsidentschaftswahl am 5. November. Die größte Aufmerksamkeit erfährt dabei der Zweikampf ums Weiße Haus zwischen dem Republikaner Donald Trump und der Demokratin Kamala Harris. Dass sich gleichzeitig ein Drittel der Senatorinnen und Senatoren sowie alle Abgeordneten des Repräsentantenhauses – wie alle zwei Jahre üblich – zur Wahl stellen müssen, rückt hingegen meist in den Hintergrund – zu Unrecht! Denn der Gestaltungsspielraum des künftigen Staatsoberhauptes dürfte davon abhängen, inwieweit die Mehrheiten in den beiden Kammern des Kongresses die Vorhaben des Bewohners oder der Bewohnerin im Weißen Haus mittragen.

Aus der Perspektive des S&P 500 und dessen Entwicklung seit 1989 kann es einen gravierenden Unterschied ausmachen, wie es um die Machtverhältnisse zwischen Weißem Haus, Repräsentantenhaus und Senat bestellt ist. Besonders gute Erfahrungen hat der US-Leitindex in diesem Zeitraum zwar mit demokratischen Präsidenten gemacht. Allerdings gilt dies lediglich, sofern mindestens eine Kammer des Kongresses mehrheitlich unter republikanischer Kontrolle stand. Eine „blaue Welle“ schnitt hingegen vergleichsweise schwach ab. Sollte Trump ins Weiße Haus einziehen können, würde der S&P 500 wohl auf eine „rote Welle“ hoffen, verliefen die Konstellationen aus republikanischem Präsidenten und demokratischer Mehrheit in mindestens einer Kammer des Kongresses für den US-Aktienmarkt doch teils äußerst unerfreulich. Bei den europäischen Indizes dürfte hingegen eine eindeutige Präferenz für Harris vorherrschen, waren hier die Erfahrungen mit republikanischen US-Staatschefs doch durchweg schlechter als mit demokratischen.

So hilfreich der Blick in die Vergangenheit auch sein mag, mehr als eine grobe Orientierungshilfe für die künftige Entwicklung dürfte sie kaum darstellen. Gemessen werden müssen Harris oder Trump an den Entscheidungen und Maßnahmen, die sie gemeinsam mit dem Kongress auf die Beine stellen. Und auf dieser Basis werden die Aktienmarktteilnehmer schlussendlich ihre Erwartungshaltung ausrichten. Zur Wahrheit gehört außerdem, dass die US-Politik zwar ohne Zweifel ein wichtiger, aber nicht der einzige relevante Faktor für die Finanzmärkte ist. Konjunktur, Inflation, Geld- und Geopolitik sowie die Gewinnentwicklung der Unternehmen spielen für die Entwicklung an den Aktienmärkten ebenfalls eine zentrale Rolle, ganz zu schweigen von den Spuren, die diverse Krisen in den vergangenen Jahrzehnten hinterlassen haben.

#### 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

Zwar kann im Vorfeld der US-Präsidentenwahl durchaus eine erhöhte Volatilität zu beobachten sein, dennoch sollte diese nicht verhindern, dass die Aktienmärkte auf eine Jahresend rally einbiegen. Dies gilt nicht nur mit Blick auf die niedrigeren Anleiherenditen und Zinsen, sondern auch angesichts einer solide wachsenden US-Wirtschaft und einer Fortsetzung der konjunkturellen Erholung in der Eurozone. Zudem dürfte es der chinesischen Führung (mit staatlichen Maßnahmen) gelingen, das angestrebte Wachstumsniveau im Bereich von 5% (J/J) zu erreichen. Insgesamt stellen diese Rahmenbedingungen ein gutes Fundament für weiterhin deutlich steigende Unternehmensgewinne und damit Aktienkurse dar.

### Auch die Bewertung lässt noch Aufwärtsspielraum

Obwohl der DAX in diesem Jahr in der Spitze rund 13% an Wert gewonnen und verglichen mit seinem Tief vom Oktober 2023 sogar etwa 30% zugelegt hat, ist die Bewertung des DAX gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) als „neutral“ einzustufen. Das KGV auf Basis der für die nächsten zwölf Monate zu erwartenden Gewinne entspricht mit 13,4x seinem Zehnjahresmittel. Ähnliches gilt mit einem Wert von 13,6x für die KGV-Bewertung des Euro Stoxx 50. Von einer Übertreibung kann daher keine Rede sein.

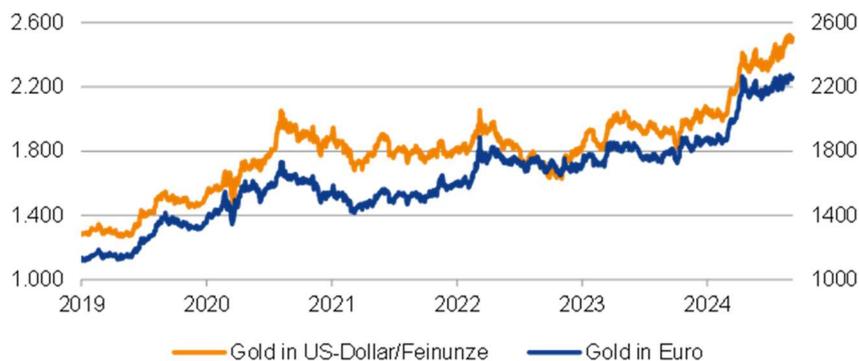
Somit halten wir im Falle positiver Nachrichten eine Bewertungsausweitung für wahrscheinlich und bekräftigen somit unsere Indexziele für den DAX und den Euro Stoxx 50. Ein Blick über den Großen Teich zeigt, dass die Bewertung der sogenannten Magnificent 7 (Alphabet, Amazon.com, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) zwar ambitioniert ist, diese lässt sich aber durch die Tatsache rechtfertigen, dass sich der Trend Künstliche Intelligenz noch eher im Frühstadium seiner Wachstumsphase befindet. Auch wenn es immer wieder – wie jüngst während der Berichtssaison zum zweiten Quartal 2024 – zu „Realitätschecks“ kommen kann, dürften weder KI als Zukunftstechnologie noch die damit für die breite Unternehmenslandschaft mittelfristig mit Kosteneinsparungen verbundenen Effizienzeffekte nachhaltig in Frage gestellt werden.

### Gold mit ungebrochener Strahlkraft

Innerhalb eines stabilen Aufwärtstrends kam es am Goldmarkt Anfang August kurzzeitig ebenfalls zu einem scharfen Rücksetzer, als die Goldnotierungen im Umfeld der Börsenturbulenzen kurzzeitig binnen eines Handelstags von 2.480 US-Dollar bis auf 2.365 US-Dollar um über 4,5% in die Tiefe rauschten. Ebenso wie die Aktienmärkte erholten sich aber auch die Goldnotierungen von diesem Schock sehr schnell: Mit einem neuen Rekordhoch von 2.530 US-Dollar demonstriert das gelbe Edelmetall seine beeindruckende Stärke.

#### GOLD MIT NEUEM ALLZEITHOCH

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



Quellen: LSEG, DZ BANK

Gestützt wird der Goldpreis derzeit durch anhaltend positive strukturelle Faktoren. Zu nennen sind hier geopolitische Krisenherde und Kriege, die Gold seine „Trumpfkarte“ eines sicheren Hafens in stürmischen Zeiten ausspielen lassen, sowie umfangreiche Zentralbankkäufe, insbesondere aus den BRICS-Staaten. Laut einer Umfrage des World Gold Council gaben Notenbanken rund um den Globus zuletzt an, ihr hohes Tempo bei den Goldkäufen in den nächsten zwölf Monaten beibehalten zu wollen. Dies spiegelt eine erhöhte Nachfrage nach einem Stabilitätsmechanismus in Zeiten

hoher geopolitischer Unsicherheit wider. Reserveumschichtungen weg vom US-Dollar, etwa bei der chinesischen Zentralbank, dürften ebenfalls eine Rolle spielen. Doch auch vermögende Privatpersonen setzen auf den sicheren Hafen in turbulenten Zeiten mit der Aussicht auf Leitzinssenkungen der US-Notenbank. Ein offensichtliches Indiz für die private Nachfrage nach physischem Gold – insbesondere aus Asien – ist ein 32 Meter hoher Tresorraum („The Reserve“) am Flughafen Changi in Singapur, der im Juli eröffnet wurde. Rund 500 Tonnen Gold können hier untergebracht werden.

Doch nicht nur die oben genannten strukturellen Gründe sprechen für weiter steigende Goldnotierungen. Auch die Erwartung, dass die bedeutendsten Notenbanken (mit Ausnahme Japans) ihre Geldpolitik in diesem, aber auch im Jahr 2025 weniger restriktiv gestalten und somit auch die Anleiherenditen fallen dürften, spielt Gold als zinsloses Anlagevehikel in die Karten.

Vonseiten der US-Präsidentschaftswahl sollten keine nachhaltigen Effekte auf den Goldpreis ausgehen – vorausgesetzt es kommt unabhängig von der Parteizugehörigkeit des nächsten US-Staatsoberhauptes zu engen Mehrheitsverhältnissen in Senat und Repräsentantenhaus. In diesem Fall dürfte das künftige US-Staatsoberhaupt eine moderate US-Handelspolitik betreiben und von starken Zollerhöhungen absehen. Sollte Trump aber die Wahl gewinnen und die Republikaner sogar auf eine breite Mehrheit im Kongress zurückgreifen können, sind drastische Zollerhebungen auf chinesische Güter zu erwarten. Dann drohen die politischen Unwägbarkeiten und Dissonanzen zumindest gegenüber China zuzunehmen. In diesem Randszenario wären höhere Goldnotierungen zu erwarten, als in unserer Prognose unterstellt.

#### DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	31.12.2024	30.06.2025
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	2.500	2.700
Goldpreis in Euro je Feinunze	2.315	2.500

Quelle: DZ BANK

#### Aufwärtspotenzial für beide Assetklassen

Vor allem den europäischen Aktienmärkten billigen wir Aufwärtspotenzial zu – aufgrund der Aussichten auf niedrigere Anleiherenditen und Leitzinsen sowie der sich leicht aufhellenden weltweiten Konjunkturperspektiven und nicht zuletzt des künftigen Ergebnistreibers Künstliche Intelligenz. Der Goldpreis sollte mit Blick auf die intakten strukturellen Treiber (Zentralbankennachfrage, ETF-Investoren, sicherer Hafen) und die Aussicht auf weiter sinkende Anleiherenditen und Leitzinsen mittel- und langfristig steigen.



### **Timing ist alles Anlageklassen im Lichte sinkender Zinsen**

Marcel Heinrichsmeier, Thomas Kulp, Günther Scheppler, Analysten und Noah Fabien Ebber, Research Assistant

**Ändert sich das Zinsniveau, hat das Auswirkungen auf die einzelnen Anlageklassen. Deshalb beleuchten wir, wie Anleihen, Aktien sowie Gold und die Kryptowährung Nummer eins – Bitcoin – auf die bevorstehenden Zinssenkungen reagieren können und inwiefern diese Assets profitieren. Dabei spielt das Timing – neben anderen Faktoren – eine nicht unerhebliche Rolle.**

Investoren, die sich für den Kauf einer Anleihe entscheiden, tun dies meist aus einem einfachen Grund: Sie möchten ruhiger schlafen. Die Sicherheit einer Anleihe ist, dass deren Nennwert am Ende der Laufzeit vollumfänglich zurückbezahlt wird, sofern der Emittent in der Zwischenzeit nicht zahlungsunfähig geworden ist. Hält der Investor seine Anleihe bis zum Laufzeitende, können ihm Kursschwankungen während der Laufzeit im Prinzip egal sein. Sein eingesetztes Kapital bekommt er bei einer gewöhnlichen Anleihe jährlich verzinst. Kauft er die Anleihe zu einem Kurs von 100%, erhält er seine Zinsen in Form des, zumeist festen, Kupons ausbezahlt.

Hierzu ein kleines Beispiel: Der Investor kauft eine Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 3%. Die Anleihe kauft er zu einem Kurs von 100%, respektive 100 Euro. Somit erhält er jedes Jahr 3 Euro auf sein eingesetztes Kapital. Über die fünf Jahre hinweg sind das aufsummiert 15 Euro. Am Ende erhält er dann noch seine investierten 100 Euro zurück.

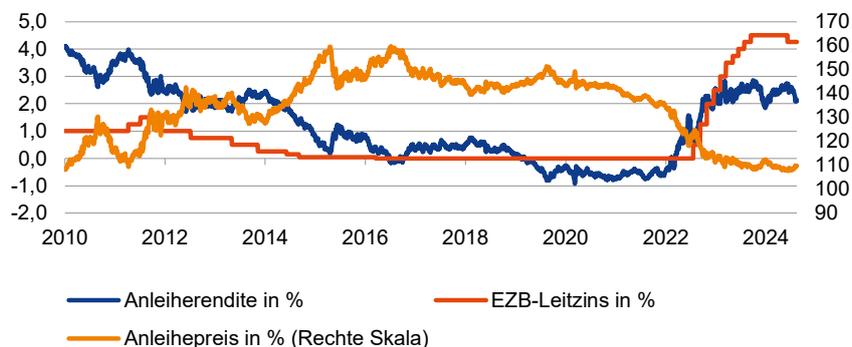
#### **Anleihehalter profitieren von fallenden Zinsen**

Während der Laufzeit einer Anleihe unterliegt der Anleihekurs Schwankungen, da sich das Zinsumfeld ändern kann. Das Paradebeispiel sind die sehr starken Leitzinsanhebungen der Europäischen Zentralbank (EZB) in den Jahren 2022 und 2023, nachdem die Währungshüter zuvor den Leitzins auf 0% hatten sinken lassen. Für den Anleger beziehungsweise den Anleihebesitzer ist ein Rückgang der Zinsen immer ein Gewinn, denn fallen die Zinsen, steigen die Kurse der Anleihen.

Auch hierzu ein Beispiel: Der Investor hat die oben bereits angeführte Anleihe mit fünf Jahren Laufzeit zum Zeitpunkt der Emission zu 100% gekauft. Zu diesem Zeitpunkt entsprach der Kupon von 3% dem allgemeinen Zinsniveau für den Laufzeitbereich von fünf Jahren. Unmittelbar darauf senkt die Zentralbank das Leitzinsniveau. Aufgrund der Leitzinssenkung geht das allgemeine Zinsniveau im Laufzeitbereich fünf Jahre von 3% auf beispielsweise 2% zurück. Der Kupon einer neuen fünfjährigen Anleihe wird sich somit ebenfalls um 1 Prozentpunkt, entsprechend dem allgemeinen Zinsniveau im Laufzeitbereich, verringern. Der Kupon der bestehenden Anleihe ist aber fix. Ein Investor, der nun vor der Wahl steht, die neue fünfjährige Anleihe mit einem Kupon von 2% oder die etwas ältere Anleihe mit einem Kupon von 3% zu kaufen, würde selbstredend zur alten Anleihe mit dem höheren Kupon greifen, wenn er diese ebenfalls zu einem Kurs von 100 Euro kaufen könnte. Dies dürfte aber kaum der Fall sein, denn dann würden ja alle Marktteilnehmer ausschließlich die alte Anleihe kaufen. Also muss der Preis der alten Anleihe höher liegen, um einen Ausgleich zu schaffen zwischen der alten Anleihe mit einem Kupon von 3%, die höhere Kuponzahlungen während der Laufzeit generiert, und der neuen Anleihe mit einem Kupon von 2%, die aktuell zu einem Kurs von 100 Euro gekauft werden kann. Diese Preisanpassung führt beim Eigentümer der alten Anleihe mit hohem Kupon zu einem Gewinn, falls er die Anleihe nach dem Zinsrückgang veräußert.

Über eine Faustformel grob gerechnet, ändert sich der Kurswert der Anleihe entsprechend dem geänderten Zinsniveau multipliziert mit der Restlaufzeit der Anleihe. In unserem Beispiel fällt das allgemeine Zinsniveau um 1 Prozentpunkt im entsprechenden Laufzeitbereich, wodurch der Kurs der Anleihe um 1% pro Jahr Restlaufzeit steigt. Da die Anleihe eine Restlaufzeit von fünf Jahren hat, steigt der Kurs der Anleihe also um grob 5% auf dann 105%. Nach dem Kursanstieg entspricht die Rendite der alten Anleihe derjenigen der neuen Anleihe und beide Renditen dem allgemeinen Zinsniveau von 2% im entsprechenden Laufzeitbereich. Die Rendite einer Anleihe gibt letztlich an, welchen jährlichen Ertrag ein Anleger erzielt, wenn er eine Anleihe zum aktuellen Marktkurs kauft, alle Zinszahlungen in Form der Kupons vereinnahmt, diese wiederum gleich der Ursprungsrendite reinvestiert und bei Endfälligkeit der Anleihe eine Tilgung zu 100% erfolgt.

**ZUSAMMENSPIEL VON PREIS, RENDITE UND LEITZINS AM BEISPIEL DER STAATANLEIHE BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND, KUPON VON 4,75%, LAUFZEITENDE 04. JULI 2028**



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

### Das Timing ist im Rentenmarkt entscheidend

An diesem Beispiel wird aber auch ein weiterer wichtiger Punkt ganz deutlich: Um im Rentenmarkt von – wie derzeit zu erwarten – fallenden Zinsen zu profitieren, kommt es auf das Timing an. Der spekulative Investor, der durch den vorzeitigen Verkauf seiner Anleihe Kursgewinne realisieren möchte, sollte eine sehr genaue Vorstellung davon haben, wann die Zinsen fallen und wie tief, um seinen Gewinn zu maximieren. Das ist keinesfalls leicht, zumal die Aussagen der Zentralbanker bezüglich der zukünftigen Leitzinsentwicklung zuletzt nicht mehr ganz so eindeutig waren.

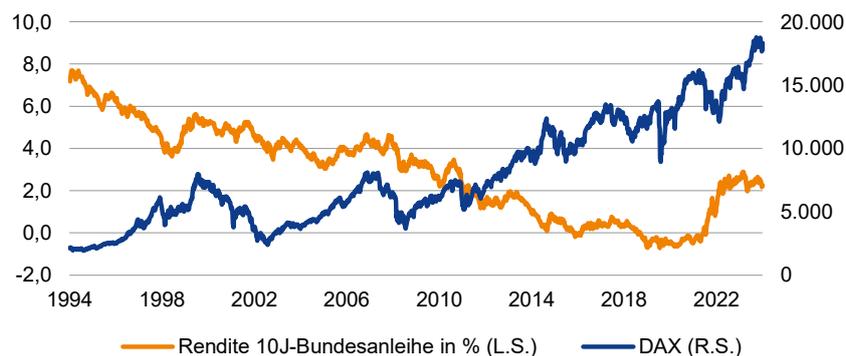
Der spekulative Investor ist nach dem Verkauf seiner Anleihe aber noch mit einer weiteren Herausforderung konfrontiert: Die Liquidität, die er durch den Verkauf der Anleihe gewonnen hat, gilt es wieder anzulegen, sofern er diese nicht zur Finanzierung anderer Anschaffungen benötigt. Dem Beispiel oben folgend ist das Zinsniveau aber gefallen. In diesem niedrigeren Zinumfeld erneut eine Anleihe zu kaufen, ist eher unattraktiv, da die Renditen anderer Anleihen entsprechend jetzt auch niedriger sind. Drohen die Zinsen in naher Zukunft zudem wieder zu steigen, wird er zusätzlich Kursverluste erleiden. Nun ist es für den Investor durchaus sinnvoll, sich nach Anlagealternativen umzusehen. Hier rücken Investitionen in Aktien, Gold oder auch Kryptowährungen ins Blickfeld.

### Aktienmärkte freuen sich bereits auf die Zinswende ...

Durch sinkende Zinsniveaus entstehen zusätzliche Kapitalzuflüsse am Aktienmarkt durch die Portfolioumschichtungen der Anleger. Dafür sorgt das Prinzip der Opportunitätskosten: Sind die Zinsen niedrig, verzichten Anleger nur auf eine geringe mutmaßlich sichere Rendite, wenn sie in potenziell schwankungsanfälligeren Aktien investieren anstatt in Anleihen. Sind die Zinsen hoch, lohnt sich die risikoreichere Anlage in Aktien verhältnismäßig weniger, wenn die Alternative darin besteht, eine Anleihe mit einem festen, hohen Zinssatz zu kaufen. Sind attraktive Anlagemöglichkeiten aufgrund niedriger Zinsen an den Geld- oder Anleihemärkten nicht zu finden, wenden sich Anleger verstärkt den Aktienmärkten zu – eine daraus resultierende erhöhte Nachfrage nach Aktien und mithin höhere Kurse sollten die Folge sein.

Nicht nur aus Anleger-, sondern auch aus Unternehmensperspektive ist das Zinsumfeld von Bedeutung. Unternehmen wollen in der Regel ihre Gewinne steigern (und mit ihnen ihre Aktienkurse), indem sie Kunden gewinnen, neue Märkte erobern und attraktive Dienstleistungen und Produkte entwickeln. Doch solche Großprojekte erfordern erhebliche finanzielle Mittel. Da Eigenkapital nicht nur kostbar, sondern auch endlich ist, sind Unternehmen auf Finanzierungen angewiesen. Die Kosten für Unternehmensfinanzierungen im Rahmen von Kreditaufnahmen oder Anleiheemissionen sind eng an die aktuellen Marktzinsen gekoppelt. So macht es für Unternehmen durchaus einen Unterschied, ob sie jährlich 1% oder 4% an die Bank oder den Anleihegläubiger zahlen müssen. In Zeiten hoher Zinsen ist es daher für Unternehmen schmerzhafter, Darlehen aufzunehmen. Mit den rückläufigen Zinsen dürfte es den Unternehmen nun nach einigen Jahren wieder möglich sein, günstiger an Kapital zu kommen. Dies müsste deren Wachstums- und insbesondere Gewinnchancen tendenziell verbessern, was sich wiederum in ihren Aktienkursen niederschlagen dürfte. Am Rande angemerkt sei, dass auch die privaten Haushalte angesichts fallender Zinsen entlastet werden, was generell den privaten Konsum fördert und wiederum die Unternehmensgewinne ankurbelt.

IN LETZTEN DEKADEN GINGEN FALLENDE ZINSEN MIT HÖHEREN AKTIENKURSEN EINHER  
RENDITE 10-JÄHRIGER BUNDESANLEIHEN VS. DAX



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Ein weiterer wichtiger Effekt niedrigerer Zinsen auf die Aktienkurse zeigt sich in den Bewertungsmodellen der Analysten beziehungsweise der Investoren. Beim Discounted-Cash-Flow-Modell (DCF) ergibt sich der Wert eines Unternehmens und damit der angemessene Aktienkurs anhand der abgezinsten künftigen Gewinne. Der zur Berechnung notwendige Diskontierungssatz orientiert sich in der Regel am allgemein vorherrschenden langfristigen Renditeniveau. Ein niedrigeres Zinsniveau geht folglich mit einem höheren Barwert von in der Zukunft anfallenden Rückflüssen einher, wodurch der angemessene Aktienkurs eines Unternehmens steigt. Die Idee hinter der Diskontierung ist, dass künftige Zahlungsströme weniger wert sind als aktuell anfallende, da sie nicht unmittelbar zur Verfügung stehen. Je niedriger der Zinssatz, desto geringer ist die Bedeutung des zeitlichen Abstands der Rückflüsse für die Berechnung des aktuellen Unternehmenswerts. Selbst wenn die Höhe der Rückflüsse in der Zukunft gleich bleibt, wird das Unternehmen heute bei einem niedrigeren Zinssatz höher bewertet, da ein geringerer Abschlag für den Zeitfaktor erfolgt.

### Mehrere Wege führen zu Aktien – mit tendenziell unterschiedlicher Risiko- und Kostenausprägung

Anleger können verschiedene Anlageformen in Betracht ziehen, um in die Welt der Aktien einzusteigen. Klassischerweise besteht die Möglichkeit, in Einzelaktien zu investieren. Allerdings erfordert diese Variante ein gewisses Maß an Kenntnis und Zeit für eine erfolgreiche Umsetzung im Sinne hoher Renditen. Denn durch mangelnde Diversifikation, also eine zu geringe Anzahl an Unternehmen im Portfolio, besteht auch ein höheres Risiko, merkliche Verluste zu erleiden.

Zwei alternative Anlageinstrumente, die meist mit einer höheren Diversifikation einhergehen, sind Publikumsfonds (kurz: Fonds) und börsengehandelte Indexfonds, sogenannte ETFs (Exchange Traded Funds). Fonds werden von professionellen Managern aktiv verwaltet, indem nach Ermessen dieser Verantwortlichen einzelne Werte ge- und verkauft werden. Zudem bieten Fonds in der Regel ein breites Spektrum an Aktien aus verschiedenen Regionen und Sektoren. Nachteilig aus Sicht der Anleger sind in der Regel höhere Verwaltungs- und Performancegebühren. ETFs hingegen bilden gesamte Märkte beziehungsweise Indizes nach. Prominente Beispiele für Indizes, die als ETF angeboten werden, sind der DAX, der Euro Stoxx 50, der S&P 500 und der MSCI World. So enthält ein ETF auf den DAX die gleichen Titel (derzeit 40 Unternehmen) mit derselben Gewichtung, die auch im deutschen Leitindex anzutreffen sind. Der Nachteil von ETFs besteht vor allem darin, dass sie direkt mit den Märkten, die sie abbilden, verbunden sind und somit auch die Schwankungen des Index in vollem Umfang mitmachen. Da ETFs jedoch nicht aktiv verwaltet werden, also keine Aktienauswahl stattfindet, sind ihre Kosten vergleichsweise gering. Entscheidend für die Wahl einer geeigneten Aktienstrategie sind die Risiko- und Zeitpräferenzen des einzelnen Anlegers.

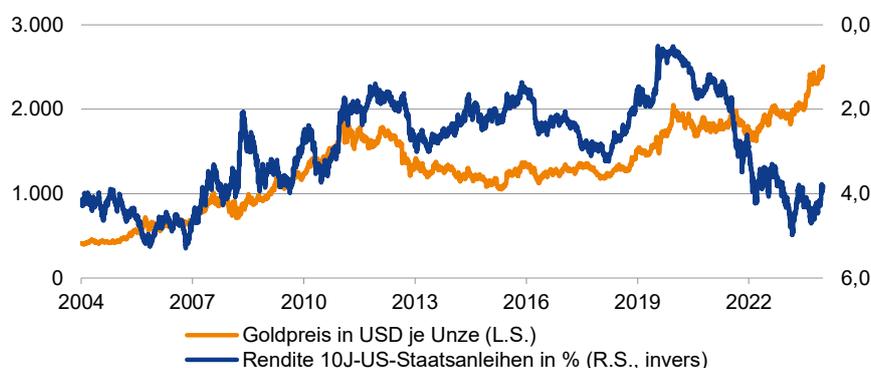
### Gold strahlt am hellsten, wenn die Zinsen fallen

Das gelbe Edelmetall verhält sich ähnlich zu vielen Anlageklassen im Verhältnis zum Zinsniveau – historisch betrachtet verzeichnet der Goldpreis über länger anhaltende Phasen hinweg einen inversen Zusammenhang zu den Marktzinsen. Erneut spielt das Konzept der Opportunitätskosten eine wichtige Rolle. Herrschen am Renten- und Geldmarkt hohe Renditen, verringert sich die Attraktivität von Gold, da der Rohstoff weder Zinsen noch Dividenden einbringt. Bieten Anleihen und Sparkonten hingegen nur einen niedrigen Zinssatz, verzichten Anleger beim Kauf von Gold folglich nur auf eine geringe feste Rendite und der Erwerb von Gold wird tendenziell lohnenswerter.

Dieser negative Zusammenhang gilt unterdessen nicht uneingeschränkt. Denn nicht nur das Zinsniveau beeinflusst den Preis für eine Feinunze Gold, wie ein Blick auf den Goldkurs der letzten Quartale zeigt. Bekannt als sicherer Hafen an den Finanzmärkten dient Gold in den Augen vieler Anleger auch als Schutz vor Inflation und Krisen. Damit wird der Preis des Goldes auch von geopolitischen Faktoren beeinflusst, wie der jüngste Höhenflug des Edelmetalls im Zuge der aktuellen globalen Spannungen zeigt. Im Gegensatz zum Zinseffekt hat sich dieser Unsicherheitsimpuls jedoch häufig als kurzfristige und überzogene Marktreaktion erwiesen. Zudem wird die Goldnachfrage seit einigen Jahren strukturell vor allem von den Zentralbanken der BRICS-Staaten gestützt, die die Goldreserven in ihren Bilanzen fortlaufend erhöhen. Diese Faktoren erlaubten es dem Goldpreis, trotz des aktuell herrschenden hohen Zinsniveaus mehrere Allzeithochs im laufenden Jahr zu erreichen.

Geht es um eine Anlage im gelben Edelmetall, sind Käufer heute nicht mehr auf den physischen Erwerb von Gold angewiesen, sondern können alternativ über ETFs in den Rohstoff investieren. Solche ETFs bilden die Entwicklung des Edelmetalls vollständig ab, da sie mit physischem Gold hinterlegt sind. Aber auch der Zugang zu Goldmünzen und -barren ist durch verschiedene Online-Anbieter einfacher geworden. Ob sich Anleger für eine digitale ETF-Variante entscheiden oder für den Kauf von Goldmünzen oder -barren (hier fallen möglicherweise Lagerungskosten an), die den physischen Werterhaltungseffekt besser verkörpern, hängt ganz von den persönlichen Präferenzen ab.

**GOLD GLÄNZT (MEISTENS) BEI FALLENDEN RENDITENIVEAUS AM RENTENMARKT**  
GOLDPREIS VS. RENDITE 10-JÄHRIGER US-TREASURIES



Quellen: LSEG, DZ BANK

## Freude über sinkende Zinsen bei Bitcoin-Anhängern

Bitcoin – für die einen der „Heilige Gral“, für die anderen Teufelszeug. An der ersten Kryptowährung scheiden sich auch rund 15 Jahre nach ihrer Einführung die Geister. Ein Blick auf die nackten Zahlen zeigt jedoch trotz hoher Volatilität einen enormen Kursanstieg, der im März dieses Jahres in einem Allzeithoch von knapp 74.000 US-Dollar pro Bitcoin gipfelte – trotz anhaltend hoher Zinsen. Im bisherigen Jahresverlauf hat sich der Bitcoin-Kurs damit offensichtlich von der analog zum Goldpreis überwiegend inversen Beziehung zu den Marktzinsen abgekoppelt. Denn auch beim Bitcoin spielt das Konzept der Opportunitätskosten eine wichtige Rolle: Hohe Zinsen an den Renten- und Geldmärkten verringern die Attraktivität des unverzinsten Bitcoins. Andererseits könnte die Volatilität des Bitcoins in einem Umfeld extremer Zinssenkungen wieder zunehmen, da unsichere wirtschaftliche Rahmenbedingungen die Risikobereitschaft der Anleger zumindest kurzfristig beeinflussen könnten. Ein Beispiel hierfür ist der plötzliche und kurzzeitige Einbruch des Bitcoin-Kurses unter die Marke von 50.000 US-Dollar Anfang August, nachdem ein schlechter als erwartet ausgefallener US-Arbeitsmarktbericht für turbulente Tage an den Finanzmärkten gesorgt hatte.

### Warum eigentlich „digitales Gold“?

Der Begriff „digitales Gold“ wird von Anhängern der führenden Kryptowährung gerne für den Bitcoin genutzt. Hintergrund sind Eigenschaften, die dem physischen Edelmetall verglichen werden. Zu nennen sind hier insbesondere eine begrenzte Menge von 21 Millionen Einheiten und der Energieaufwand für die Erzeugung neuer Einheiten. Die erhoffte Funktion von Bitcoin als sicherer Hafen in Krisenzeiten hat sich hingegen bislang nicht bestätigt. Auch wenn der Kryptowährung diese Eigenschaft während der Bankenturbulenzen im Frühjahr 2023 oder zu Beginn des Nahostkonflikts im Herbst zugeschrieben werden kann, sind dies eher Ausnahmen als die Regel, wie der Corona-Crash 2020 oder auch der Angriff des Iran auf Israel im Frühjahr dieses Jahres zeigen. Die Frage nach dem Inflationsschutz von Bitcoin lässt sich nicht pauschal beantworten, da hier der betrachtete Zeithorizont von eklatanter Bedeutung ist. Betrachtet man die letzten 15 Jahre, so war der Bitcoin sicherlich ein hervorragender Inflationsschutz. Zieht man die jüngere Vergangenheit zu Rate, insbesondere das Jahr 2022 mit enorm hohen Inflationsraten auch in westlichen Ländern, so trifft dies angesichts des enormen Kursverfalls des Bitcoins in dieser Zeit nicht zu.

Ein möglicher Grund für die Entkopplung von Marktzinsen und Bitcoin-Kurs ist die erstmalige Einführung mehrerer Bitcoin-Spot-ETFs in den USA seit Jahresbeginn und die damit verbundenen enormen Mittelzuflüsse, die vor allem für den Aufwind in diesem Jahr verantwortlich sind. Denn nun können auch institutionelle Anleger kostengünstig und liquide in die Kryptowährung investieren. Kumuliert halten die ETFs mittlerweile Bitcoins im Wert von knapp 60 Mrd. US-Dollar. Für den Bitcoin-Kurs spielen viele Faktoren eine Rolle, von der Geopolitik über die Fiskalpolitik und Regulierung bis hin zum derzeit dominierenden Thema des US-Präsidentschaftsrennens zwischen Donald Trump und Kamala Harris. Mittel- bis langfristig bleibt jedoch die Geldpolitik und damit das vorherrschende Vertrauen der Bevölkerung der jeweiligen Währungsräume in die etablierten Währungen ein entscheidender Faktor für die Kursentwicklung. Die bevorstehenden Leitzinssenkungen in den USA dürften daher in den kommenden Monaten wohl mit Freude in den Fokus der Bitcoin-Anhänger rücken.

**HOHE ZINSEN ERWIESEN SICH LANGE ZEIT ALS BREMSKLOTZ FÜR DEN BITCOIN**  
BITCOIN-KURS VS. RENDITE 10-JÄHRIGER US-TREASURIES



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

**Die Mischung macht's**

Die Zinsentscheidungen der Zentralbanken sind für Privatanleger schnell spürbar. So vergünstigt eine Senkung zwar Kredite, gleichzeitig jedoch sinken auch die Zinsen für Sparguthaben. Folglich lässt sich mit klassischen Sparkonten das Geld nicht mehr vermehren, gerade wenn die Niedrigzinsphase über lange Zeit anhält. Auch Anleihen büßen in Zeiten niedrigerer Zinsen an Attraktivität ein. Somit kann es für Sparer interessant sein, sich nach alternativen Geldanlagen wie Aktien oder Fonds beziehungsweise ETFs umzusehen. Auch Gold und Kryptowährungen wie der Bitcoin gewinnen in Phasen niedrigerer Zinsen an Attraktivität, sodass es durchaus sinnvoll sein kann, das eigene Portfolio um eine entsprechende Beimischung breiter zu diversifizieren.



### **Normal ist anders Zinsstrukturkurve verlässt Ausnahmebereich**

Christian Reicherter, Analyst

**Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen der Laufzeit von Anleihen und deren jeweiliger Rendite. Üblicherweise ist die Zinsstrukturkurve aufwärtsgerichtet. Denn je länger die Laufzeit eines festverzinslichen Wertpapiers, desto höher ist die für den Anleger zu erzielende Rendite. Allerdings gibt es Phasen, in denen die Zinskurve invertiert ist. Dies ist gegenwärtig der Fall.**

Grundsätzlich ist eine Zinsstrukturkurve die graphische Gegenüberstellung zwischen der Laufzeit verschiedener Anleihen und deren jeweiliger Rendite. Hierbei wird auf der X-Achse die Laufzeit des Wertpapiers und auf der Y-Achse die Rendite abgetragen. Ein Beispiel hierfür ist die Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere, welche auf der Homepage der [Deutschen Finanzagentur](#) tagesaktuell abgerufen werden kann.

#### **Generell gilt**

In der Regel ist eine Zinsstrukturkurve aufwärtsgerichtet, was bedeutet, dass die Rendite bei zunehmender Laufzeit einer Anleihe zusehends ansteigt. Hierfür gibt es maßgeblich drei Gründe:

1. Die Laufzeitenprämie: Anleger verlangen normalerweise einen Ausgleich für das erhöhte Risiko, das mit einer längeren Restlaufzeit eines festverzinslichen Wertpapiers einhergeht. Wenn die Anleger ihr Ersparnis für einen längeren Zeitraum investieren, möchten sie darüber hinaus dafür entschädigt werden, dass ihr Kapital für eine längere Dauer fest gebunden ist.
2. Die Erwartung über die zukünftige Inflationsentwicklung spielt ebenfalls eine Rolle bei der Formgebung der Zinsstrukturkurve. Grundsätzlich verlangen die Anleger einen Ausgleich für die zu erwartende Teuerung, die sogenannte Inflationsprämie. In einem Umfeld möglicherweise ansteigender Inflationsraten bzw. zunehmender Inflationserwartungen sollten daher auch die Renditeforderungen der Anleger steigen. So sind diese daran interessiert, ihre reale Kaufkraft zu schützen. Eine steigende Inflationsprämie führt zu höheren Renditen am langen Ende und damit einer steileren Zinsstrukturkurve.

3. Ein dritter Grund ist der Zeitwert des Geldes. Der Wert eines Euros, der heute zur Verfügung steht, ist höher als der eines Euros, der erst in der Zukunft ausgezahlt wird. Dies liegt daran, dass der heutige Euro investiert und zusätzliche Erträge generiert werden könnten. Folglich fordern Anleger eine höhere Rendite, um die entgangenen Opportunitätskosten auszugleichen. Je länger die Laufzeit, desto höher ist der aus Anlegersicht notwendige Ausgleich.

### Die Ausnahme von der Regel

Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass die Zinsstrukturkurve nicht immer aufwärtsgerichtet ist. Es gibt Zeiten, in denen sie flach oder invertiert sein kann. Bei einer flachen Zinsstrukturkurve liegt die Rendite der Anleihen ungeachtet ihrer Laufzeit auf ähnlichem Niveau. Eine invertierte Zinsstrukturkurve tritt auf, wenn die Rendite für kurzfristige Anleihen höher liegt als für langfristige Anlagen.

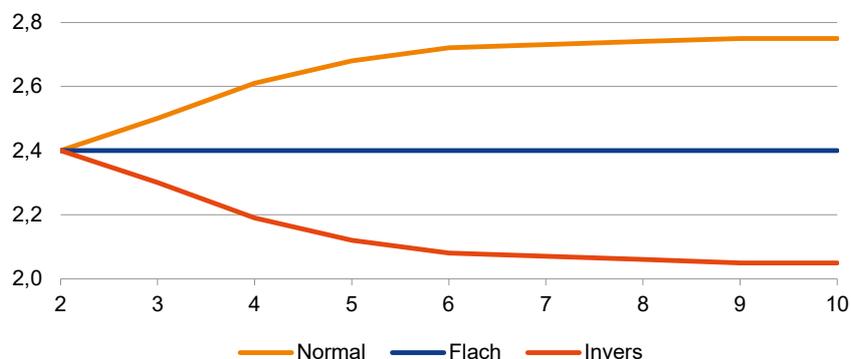
Die Inversion der Zinsstrukturkurve kann auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sein. Eine häufige Erklärung ist die marktseitige Erwartung einer wirtschaftlichen Abschwächung oder Rezession. Anleger investieren in solchen Zeiten vermehrt in längerfristige Staatspapiere, um ihr Kapital zu sichern. In der Konsequenz dessen nimmt die Nachfrage nach langfristigen Anleihen zu, was zu steigenden Kursen und damit einhergehend zu sinkenden Renditen sowie einer inversen Zinsstrukturkurve führt.

Üblicherweise wird die Steilheit der Zinsstrukturkurve durch den Zinsabstand zwischen der Rendite von zehnjährigen und zweijährigen Anleihen beschrieben. Aktuell liegt der Zinsabstand zwischen diesen beiden Laufzeitenbereichen für deutsche Staatsanleihen bei minus 5 Basispunkten (zweijährige Bund-Rendite: 2,25% ./ zehnjährige Bund-Rendite: 2,20%). Der treibende Faktor für die aktuelle Inversion der Zinskurve war und ist der Kampf der EZB gegen die ausufernde Inflation im Euroraum. Die Teuerung war im Nachgang zur Corona-Pandemie und unter dem Eindruck des Kriegs in der Ukraine auf über 10% (J/J) geklettert. Um dem unerwünschten Anstieg der Inflation zu begegnen, haben die europäischen Währungshüter seit Mitte 2022 den Hauptrefinanzierungssatz von 0% bis in der Spitze auf 4,50% angehoben. Dies hatte zur Folge, dass die Renditen am kurzen Ende deutlich stärker als im längerfristigen Laufzeitenbereich angestiegen sind und sich die Zinsstrukturkurve somit invertiert hat.

### Zurück auf dem Weg hin zur „Normalisierung“

Mittlerweile ist die Inflation im Euroraum wieder deutlich gesunken und nähert sich allmählich dem Zielwert der EZB von 2% (J/J) an. Dies sollte es den europäischen Währungshütern perspektivisch ermöglichen, die Zinszüge wieder zu lockern. Ein sinkendes Leitzinsniveau sollte auch die Renditen kurzlaufender Wertpapiere sinken lassen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich die Inversion der Zinsstrukturkurve mit Blick auf das kommende Jahr auflösen wird.

DIE ZINSSTRUKTURKURVE KANN VERSCHIEDENE FORMEN AUFWEISEN  
Y-ACHSE: RENDITE IN %; X-ACHSE: LAUFZEIT IN JAHREN



Quelle: 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, 10. September 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 über die Sommermonate 2024 hinweg seine gute Performance aus den Vormonaten verteidigen können. Als Stütze erwiesen sich zuletzt weniger die internationalen Aktienmärkte – diese tendierten weitgehend volatil seitwärts, wobei den Anlegern noch der starke Rücksetzer rund um das erste Augustwochenende in Erinnerung sein dürfte. Überdurchschnittlich stark zur Gesamtperformance beigetragen hat vielmehr Gold, das die DZ BANK am 9. Juli als Portfoliohedge (Anteil: 7%) in ihr Musterportfolio aufgenommen hatte. Denn im dritten Quartal 2024 erreichte der Preis des gelben Edelmetalls neue Rekorde und verbuchte seit Anfang Juli einen Zuwachs von rund 7,5% gemessen in US-Dollar. Wesentliche Gründe hierfür sind die Aussicht auf sinkende Zinsen sowie anhaltende geopolitische Unsicherheiten und die intakte strukturelle Nachfrage seitens der Zentralbanken, aber auch der Privathaushalte. Auf der anderen Seite wurden Engagements in US-Dollar durch eine merkliche Abwertung des Greenback gegenüber dem Euro belastet. Diese Abwertung resultierte aus dem Einpreisen unseres Erachtens ambitionierter US-Zinssenkungserwartungen. So rechnet der Geldterminmarkt bis Ende 2024 mit Leitzinssenkungen im Umfang von rund 110 Basispunkten.

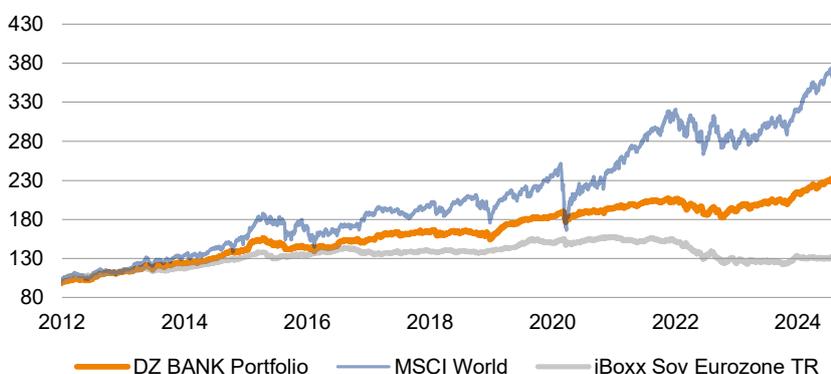
Obwohl sich die Aktienmärkte in den letzten Monaten von ihrer volatilen Seite zeigten, sind die Aussichten für eine Jahresendrally und auch längerfristig steigende Kurse gut. Ein sich perspektivisch aufhellendes wirtschaftliches Umfeld sowie niedrige Anleiherenditen und Leitzinsen sprechen für weiter anziehende Unternehmensgewinne und steigende Aktienkurse. Insbesondere der gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis neutral bewertete DAX sollte seinen Weg in Richtung der 20.000-Punkte-Marke fortsetzen können, wobei dieser wohl nicht frei von Rücksetzern sein wird. Jenseits des Atlantiks halten wir sowohl an unserer Nasdaq-Position (KI als Zukunftstechnologie) als auch an dem Anteil der US-Small-Cap-Aktien (Russel 2000) fest. Diese US-Nebenwerte sollten von den Zinssenkungen und der nach einem kurzen Konjunkturtal wieder stärker wachsenden US-Wirtschaft profitieren und gegenüber dem S&P 500 aufholen.

Mit Blick auf die Sektoren dürfte weiterhin die europäische Öl- und Gasbranche mittelfristig stärker performen, sollte sich doch die Nachfrage nach diesen Energieträgern mit der Erholung der Weltwirtschaft etwas beleben. In den Sommermonaten befand sich die Energiebranche in einem Spannungsfeld aus Rezessionssorgen und geopolitischen Unsicherheiten. Letztere haben den Ölpreis zwar zeitweise stabilisieren können, momentan überwiegt jedoch – noch – der Gegenwind für das schwarze Gold.

Auch die europäischen Anleihemärkte, insbesondere die Unternehmensanleihen, sollten für leichte Performancezuwächse sorgen. Denn die europäischen Unternehmen sind – das zeigte die zurückliegende Berichtssaison – operativ auf Kurs und dürften von geldpolitischen Lockerungen sowie von einem sich verbessernden konjunkturellen Umfeld profitieren können. An der Position in langlaufenden US-Staatsanleihen halten wir darüber hinaus fest. Neben weiter leicht rückläufigen Renditen in diesem Laufzeitbereich ist unseres Erachtens eine moderate Aufwertung der US-Devisen zu erwarten.

Insgesamt bleibt der Aktienanteil des DZ BANK Musterportfolios mit rund 50% und der Anleiheanteil mit etwa 37% nahezu unverändert. Gold und die Kasseposition runden mit einem jeweiligen Anteil von 7% die Zusammensetzung ab.

#### KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 11. September 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 11. September 2024 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:**

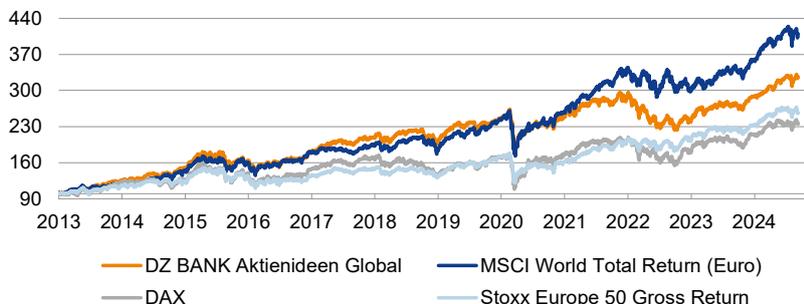
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Continental	08.08.2024	74	58,68	52,60	-10,4%
Covestro	20.03.2024	84	49,99	55,30	+10,6%
E.ON	12.07.2024	365	12,47	13,47	+8,0%
Fresenius	29.12.2023	142	28,07	33,88	+20,7%
Gerresheimer	06.08.2024	45	93,85	103,90	+10,7%
Krones	29.12.2023	35	111,80	119,80	+9,1% (inkl. Dividende)
Munich Re	29.12.2023	10	375,10	482,00	+32,5% (inkl. Dividende)
Vonovia	18.03.2024	169	24,74	33,49	+39,0% (inkl. Dividende)
Adobe	09.04.2024	9	451,50	515,60	+14,2%
Alphabet	09.02.2024	29	138,88	136,88	-1,2% (inkl. Dividende)
Amazon.com	29.12.2023	28	138,60	163,76	+18,2%
BYD Co.	05.01.2024	163	24,45	27,32	+13,4% (inkl. Dividende)
ENI	29.12.2023	260	15,35	13,76	-7,3% (inkl. Dividende)
EssilorLuxottica	26.07.2024	21	207,10	210,30	+1,5%
Holcim	14.05.2024	55	79,90	85,09	+6,5%
Microsoft	05.03.2024	11	369,85	374,65	+1,7% (inkl. Dividende)
Orange	16.02.2024	379	10,77	10,78	+4,0% (inkl. Dividende)
ServiceNow	08.03.2024	6	693,20	776,70	+12,0%
TotalEnergies	29.12.2023	64	61,60	59,87	+0,9% (inkl. Dividende)
Veolia Environnement	18.06.2024	156	28,38	29,51	+4,0%
Walt Disney	27.06.2024	47	95,31	80,44	-15,2% (inkl. Dividende)

Stand: 11. September 2024

Quellen: LSEG, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 10. September 2024 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 13,1% erzielt und damit nicht ganz so gut abgeschnitten wie der MSCI World Total Return in Euro (13,9%), aber besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (9,8%) und der DAX (9,0%). 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

# Was bedeuten sinkende Zinsen für Bankkunden?

## Experten-Interview

Mit Alexander Geck, Bereichsdirektor Private Banking, Volksbank Darmstadt Mainz eG

**Friedrich:** Als Auftakt für dieses Interview: Ich glaube, dass die Zinsen fallen, Du auch?

**Alexander Geck:** Ja, ich gehe fest davon aus. Ich glaube, es ist keine Frage mehr, ob die Zinsen fallen, es ist eine Frage, wie schnell, in welcher Geschwindigkeit, in welchen Schritten. Aber ja, den Zinshöhepunkt werden wir in Europa und in Amerika auf jeden Fall gesehen haben.

**Friedrich:** Was ist Deine Einschätzung? Wie finden die Kunden das? Ich könnte mir vorstellen, dass viele froh waren, dass sie jetzt wieder mal Zinsen bekommen haben nach zehn Jahren Nullzins, die trauern wahrscheinlich eher ein bisschen?

**Alexander Geck:** Es kommt darauf an, auf welcher Seite seiner Privatbilanz der Kunde sein Geld hat. Die Sparer haben sich nach zehn Jahren „ohne Zinsen“ gefreut und sich auch auf Zinsanlagen gestürzt, als das wieder zurückgekommen ist. Etwas anders sah es natürlich bei den Finanzierungskunden aus. Wir haben schon gemerkt, dass Finanzierungen zurückgegangen sind, weil das deutlich teurer wurde. Und wir haben durchaus auch Finanzierungen gesehen, die noch zu günstigeren Zinsen abgeschlossen wurden, die jetzt zum höheren Zins prolongiert werden mussten. Ich glaube, bei Finanzierungskunden ist die Freude größer, wenn die Zinsen sinken.

**Friedrich:** Ja, ganz sicher. Was kann man denn aktuell tun? Es ist ja doch davon auszugehen, dass die EZB die Zinsen nach und nach senken wird, die Tagesgeldzinsen werden mutmaßlich gleich schnell mitfallen. Was rätst Du momentan Deinen Kunden?

**Alexander Geck:** Wer sich das Zinsniveau heute sichern möchte, der muss jetzt anfangen, längerfristig in Zinsen zu investieren. Also raus aus den Tagesgeldern, raus aus den ganz kurzen Laufzeiten. Und wirklich eine Zinssicherung betreiben, die die nächsten vier, fünf Jahre das heutige Zinsniveau sichert. Auch wenn das heute – ehrlich gesagt – für den

Anleger keinen Zinsaufschlag bringt: Also fünf Jahre bringt heute kaum mehr als sechs Monate, fast das Gegenteil ist der Fall. Aber wenn die kurzen Zinsen sinken, und das wird mit der EZB-Zinssenkung passieren, dann laufen unsere Kunden auf der Anlageseite in ein Wiederanlagerisiko hinein und müssen unter Umständen mit einer niedrigeren Rendite leben. Das Zinsniveau heute zu sichern, ist der wahrscheinlich beste Ratschlag, den man geben kann.

**Friedrich:** Jetzt sagt man ja immer, wenn die Zinsen sinken, dann steigen die Kurse. Ich könnte mir vorstellen, dass das nicht jeder auf dem Bierdeckel eben mal nachrechnen kann. Da Du ja nebenbei auch Dozent bist, kannst Du das vielleicht mal veranschaulichen?

**Alexander Geck:** Das würde ich tatsächlich mal probieren und – um es zu veranschaulichen – vereinfacht darstellen und dabei auf Dinge wie Zinseszinsen und Duration verzichten. Angenommen, Du legst einen Betrag heute an, den Du übrig hast, vielleicht 1.000 Euro und kaufst dafür eine Anleihe. Die Anleihe läuft noch fünf Jahre lang und bietet Dir heute in dieser Laufzeit einen Zinssatz von 3% und notiert bei 100%. Jetzt kommt heute Abend die EZB auf die Idee, dass es Zeit wird, die Zinsen zu senken, sagen wir um 1 Prozentpunkt am Markt. Und morgen fällt Dir ein, dass Du gern wieder eine Anleihe kaufen würdest und noch mal Geld für fünf Jahre anlegen möchtest. Aber leider wirkt sich die Zinssenkung der EZB um 1% auf die Anleihe aus: Du erhältst jetzt nur noch 2% Zinsen für Deine Anleihe, die wir, weil sie am Markt gepreist ist, wieder zu 100% begeben. Das bedeutet für Dich 2% Zinsen für die Anleihe vom zweiten Tag, 3% Zinsen für die Anleihe vom ersten Tag. Natürlich ist damit die Anleihe vom ersten Tag attraktiver und das ist jetzt mathematisch nicht so schwierig, den Unterschied auszurechnen. Bei der (ersten) Anleihe wirst Du über den dicken Daumen gepöbelt fünf Jahre lang jeweils 1% mehr Zinsen bekommen, also bekommst Du 5% mehr Zinsen über die Laufzeit, als Du das bei der zweiten Anleihe bekommen wirst. Und da der Markt immer transparent und ausgeglichen ist in der Theorie, bedeutet das: Wenn die Anleihe 5% mehr wert ist, dann wird Dein Kurs eben jener Anleihe um diese 5% steigen. Das bedeutet: Wenn Du am dritten Tag in Dein Depot schaust, steht die (zweite) Anleihe immer noch bei 100% und bringt Dir 2% Zinsen, die (erste) Anleihe bringt Dir 3% Zinsen und steht bei 105%. Das heißt, Du hast temporär einen Kursgewinn auf Deine Anleihe.

**Friedrich:** Genau, temporär heißt, die 105, die stehen zwar in meinem Depot. Was mache ich damit, wenn ich sie halte, dann verlier ich die ja wieder?

**Alexander Geck:** Genau. Ganz einfach erklärt: Wenn die (erste) Anleihe in fünf Jahren fällig wird, wird sie zu 100% zurückgezahlt. Das heißt, diese 5% mehr Zinsertrag, die ja den Kurs gesteigert haben, die werden jetzt peu à peu ungefähr 1% pro Jahr weniger werden und in fünf Jahren gibt es 100% zurück. Das heißt, Du hast zwei Möglichkeiten: Du verkaufst die Anleihe und realisierst einen Kursgewinn von 5%, hast dann aber das Problem, dass Du das Geld wieder auf Deinem Konto hast und es wieder anlegen musst, aber in der neuen Zinswelt keine 3% mehr erhältst, sondern nur noch 2%. Das macht eigentlich nur Sinn, wenn Du das Kapital irgendwie brauchst oder mit dem Kapital in etwas anderes investieren willst. Ist das nicht der Fall, dann hältst Du die Anleihe bis zur Fälligkeit und freust Dich jedes Jahr über 1% mehr Zinsen.

**Friedrich:** Das Gleiche funktioniert ja wahrscheinlich auch mit Kreditzinsen – wie sieht es denn da aus, wenn ich jetzt eine Firma habe oder ein Haus bauen will oder ähnliches? Finanziere ich heute eher kurz? Mach ich ein, zwei Jahre? Gehe ich auf zehn Jahre? Oder warte ich noch ein bisschen? Was ist denn da Dein Ratschlag?

**Alexander Geck:** Auf der Finanzierungsseite ist die Welt ein bisschen komplizierter. Im Moment ist es so, dass die Zinsstrukturkurve noch invers ist. Das bedeutet, Du bekommst oder bezahlst für Zinsen mit ganz kurzer Laufzeit mehr – einen höheren Zins – als für Zinsen mit einer längeren Laufzeit. Normalerweise müsste man sagen, wenn man von schnell und stark sinkenden Zinsen ausgeht, müsstest Du Dich heute kurz refinanzieren, also Deinen Kredit vielleicht sogar täglich fällig stellen, um zu hoffen, dass wenn die Zinsen zeitnah fallen, Du Dir dann Deinen niedrigeren Zins auf der Kreditseite längerfristig sicherst. Aber jetzt kommt es ein bisschen darauf an, was der Kreditnehmer braucht. Benötigt er eine schnelle Sicherheit der monatlichen Belastung, dann darf er das nicht tun, weil variable Zinsen bedeutet immer: Sie werden irgendwie schwanken am kurzen Ende und mit jeder Erwartungsänderung des Marktes ändert sich der variable Zins. Das heißt, der Kunde, der Kredit braucht, muss sich das tatsächlich auf dem heutigen Niveau festschreiben, vielleicht nicht ganz so lange, wenn er daran glaubt, dass er noch mal später einen günstigeren Zins bekommt. Derjenige, der auch mit schwankenden Zinsen und schwankenden Belastungen leben kann, kann tatsächlich noch mal für ein halbes oder ganzes Jahr zu etwas teureren Konditionen kurz gehen und sich dann hoffentlich eine lange Zinsbindung zu einem günstigeren Zins einkaufen. Allerdings muss man wissen, dass gerade der Zinsmarkt für Finanzierungen schon relativ viel der Zinssenkungen am langen Ende mit eingepreist hat. Das heißt, wie viel da noch folgt, ist fraglich.

---

**Friedrich:** Ich fasse mal zusammen: Wir erwarten beide, dass die Zinsen sinken werden. Es macht auf der Anlageseite Sinn, sich schon einmal darauf einzustellen, vielleicht auch die ein oder andere länger laufende Anleihe zu kaufen, auf der Finanzierungsseite kostet Sicherheit Geld. Wenn ich Sicherheit brauche, dann ist es nicht von Schaden, auch dort eher in die längere Laufzeit reinzugehen. Sicher ist, dass es auch der Wirtschaft hilft, wenn die Zinsen fallen – Bauindustrie, Bauwirtschaft ist ja gerade nicht so gut gelitten in Deutschland. Insofern darf man das vielleicht nicht nur mit zwei weinenden Augen sehen, sondern sich auch ein bisschen auf sinkende Zinsen freuen.



## Die Zinsparität Theorie und Praxis

Mario Schimmels, Analyst

**Die Zinsparität ist ein volkswirtschaftliches Modell, mit dem Wechselkursbewegungen durch die Zinsdifferenz zweier Währungsräume erklärt werden können. Aus der Theorie kann abgeleitet werden, dass steigende Renditen in einem Währungsraum zur Aufwertung eben dieser Währung führen sollten. Die empirische Überprüfung lässt jedoch Fragen offen.**

Stellen Sie sich vor, Sie stehen vor der Entscheidung Geld anzulegen und könnten wählen, ob Sie dies im In- oder Ausland machen. Nehmen Sie ferner an, dass der Zinsertrag einer einjährigen Bundesanleihe 3% betragen würde, während die entsprechende Anlage in eine US-Staatsanleihe 5% bringen würde. Auf den ersten Blick scheint die Anlage in den USA klar attraktiver zu sein. Allerdings besteht das Risiko, dass sich der Euro-US-Dollar-Wechselkurs ändert. Beispielsweise könnte der US-Dollar so weit abwerten, dass die zusätzlichen Zinseinnahmen aus den USA aufgezehrt werden. Wenn der US-Dollar über den Zeitraum von einem Jahr gegenüber dem Euro um 3% abwerten würde (Beispiel: von 1,00 US-Dollar auf 1,03 US-Dollar), wäre es aus Investorensicht klüger, *nicht* in den US-Währungsraum zu investieren.

### Theorie im Überblick

Und genau hier setzt die ungedeckte Zinsparitätentheorie an: Diese besagt, dass der Euro-US-Dollar-Wechselkurs sich genau so verändert, dass die Unterschiede in den Zinssätzen ausgeglichen werden. Investiert man in eine Währung mit dem höheren Zinssatz (hier: US-Dollar), dann muss diese Währung über den Investitionszeitraum abwerten, da es sonst Arbitragemöglichkeiten gäbe. Dies bedeutet, der Investor könnte sich, ohne ein zusätzliches Risiko einzugehen, die höhere US-Dollar-Rendite sichern. Über die dann zu erwartende Abwertung der höherverzinslichen Währung wird sichergestellt, dass man in beiden Währungsräumen dieselbe Rendite erzielt.

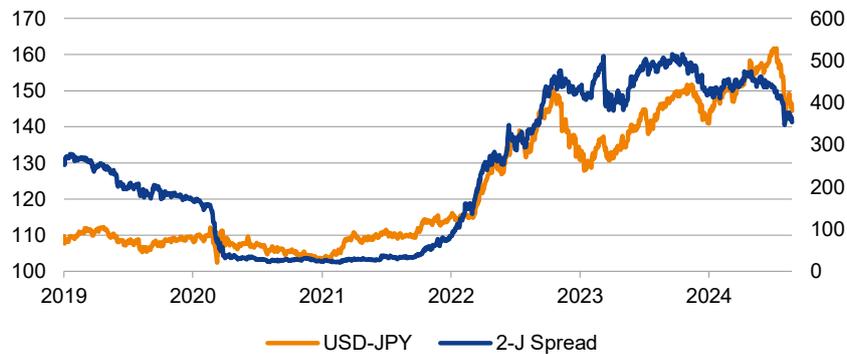
Was würde passieren, wenn der Zinsertrag auf einjährige US-Staatsanleihen von 5% auf 6% steigt? Durch den Anstieg der US-Renditen würde sich die Zinsdifferenz ausweiten. Die Theorie besagt, dass in diesem Fall die erwartete Abwertung der höherverzinslichen Währung signifikanter ausfallen muss – auch hier, um Arbitragemöglichkeiten auszuschließen. Dies geschieht laut der Theorie über eine initiale *Aufwertung* der höherverzinslichen Währung, also des US-

Dollars. Wenn also die US-Notenbank Fed beispielsweise ihren Leitzins erhöht beziehungsweise wenn Marktteilnehmer von einer Zinserhöhung ausgehen, so würde man in der Regel also erst einmal eine Aufwertung des US-Dollars beobachten (längerfristig würde er dann wiederum abwerten). Doch tritt dieses Phänomen in der Praxis wirklich auf?

### Empirische Untersuchung der Zinsparitätentheorie

Im Folgenden versuchen wir, beispielhaft zu überprüfen, ob steigende (fallende) Renditen von Staatsanleihen in der Realität wirklich zu Währungsaufwertungen (-abwertungen) führen. Hierbei bestimmen wir den Korrelationskoeffizienten zwischen der Zinsdifferenz von zweijährigen Bundesanleihen und US-Staatsanleihen und dem Euro-US-Dollar-Wechselkurs (zusätzlich betrachten wir zum Vergleich auch andere Währungspaare). Ein perfekter, positiver Zusammenhang liegt vor, wenn der Korrelationskoeffizient einen Wert von „1“ ausweist, das heißt Zinsdifferenz und Wechselkursbewegung würden sich eins zu eins im Tandem über die Zeit bewegen. Im Gegenteil dazu bedeutet ein Wert von „minus 1“, dass ein perfekter inverser Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen besteht. Ein Korrelationskoeffizient von „0“ bedeutet, dass überhaupt keine lineare Abhängigkeit vorliegt. Um die Veränderung des Zusammenhangs über den Zeitverlauf zu messen, bestimmen wir jeweils die Korrelationen in einem rollierenden 30-Tage-Fenster (das heißt, wir berechnen die Korrelation der Variablen in einem gleichbleibenden Zeitraum kontinuierlich neu, sprich der erste Korrelationskoeffizient für die ersten 30 Tage, die zweite Korrelation vom 2. bis 31. Tag usw.).

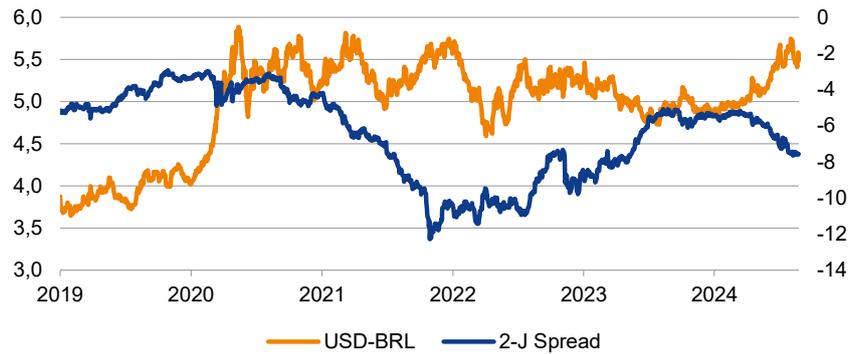
**POSITIVE KORRELATION ZWISCHEN ZINSDIFFERENZ UND WÄHRUNGSENTWICKLUNG IST BEI USD-JPY DEUTLICH ERKENNBAR ...**  
LS: USD-JPY; RS: 2-J-RENDITEDIFFERENZ US- VS. JAPANISCHE STAATSANLEIHEN (IN BP)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Betrachtet man nun die Korrelation zwischen der nominalen Zinsdifferenz und dem Euro-US-Dollar-Wechselkurs seit 2019, so deutet der Durchschnittswert der Korrelationen von 0,34 durchaus auf einen positiven Zusammenhang hin (55% aller Korrelationen sind statistisch signifikant). Lediglich beim US-Dollar-Yen-Währungspaar liegt mit 0,46 (Anteil signifikanter Korrelationen: 67%) ein stärkerer Zusammenhang vor, was man sich intuitiv durch die seit 2022 divergierende Geldpolitik von Fed und Bank of Japan (BoJ) erklären kann: Während die Fed im März 2022 historisch einen ihrer aggressivsten Zinserhöhungszyklen startete, was zu einem starken Renditeanstieg von US-Staatsanleihen führte, ist die Geldpolitik der BoJ immer noch sehr expansiv (auch wenn die Notenbank seit März 2024 nun ebenfalls zwei Mal an der Zinsschraube gedreht hat). Der Graph oben zeigt, dass die Ausweitung der Zinsdifferenz vor allem im Jahr 2022 der wohl größte Einflussfaktor für steigende US-Dollar-Yen-Kurse war. Es gibt aber auch Währungspaare wie US-Dollar-brasilianischer Real, bei denen sich die Korrelation nahezu über den gesamten Beobachtungszeitraum im negativen Bereich befindet (durchschnittliche Korrelation: minus 0,35, Anteil signifikanter Korrelationen: 51%).

... BEI USD-BRL IST DIES ALLERDINGS NICHT DER FALL  
LS: USD-BRL; RS: 2-J-RENDITEDIFFERENZ US- VS. BRASILIANISCHE STAATSANLEIHEN  
(IN %-PUNKTEN)



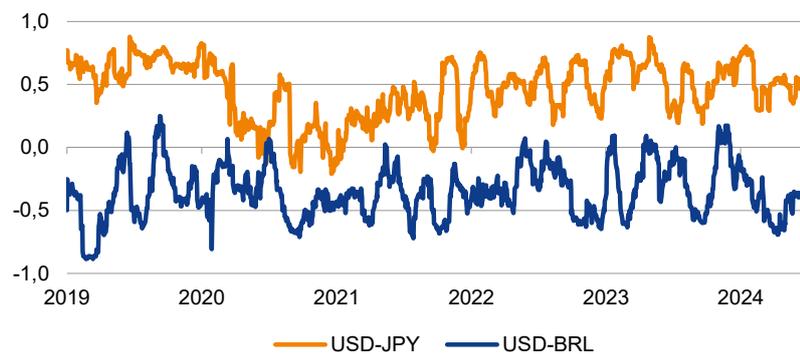
Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Der brasilianische Real wertete trotz niedrigerer US-Renditen ab März 2020 innerhalb kürzester Zeit massiv gegenüber dem US-Dollar ab. Zu erklären ist dies durch den Beginn der Corona-Pandemie und damit einhergehend der Flucht von Investoren in sichere Häfen beziehungsweise der Eintrübung des globalen Risikosentiments. Aber auch mit Beginn des letzten Zinserhöhungszyklus der Banco Central do Brasil (BCB) im Frühjahr 2021 konnte der Real nicht profitieren. Denn bei klassischen Schwellenländern sind hohe Zinsen oft ein Zeichen von erhöhtem Risiko, das Investoren tendenziell eher abschreckt und daher meistens in einer Abwertung der Währung resultiert. Erst später könnten die hohen Risikoprämien attraktiv wirken und zu einer Aufwertung bei gleichzeitigem Abschmelzen des Zinsaufschlags führen.

### Von Fall zu Fall unterschiedlich und nicht unbedingt übertragbar

Dass Veränderungen der Zinsdifferenz zwischen zwei Währungsräumen einen Einfluss auf den zugehörigen Wechselkurs haben, steht außer Frage. Die hier durchgeführte deskriptive Analyse zeigt aber auch, dass der Zusammenhang von Währungspaar zu Währungspaar in Umfang und Richtung unterschiedlich ist – und über die Zeit teilweise deutlich variiert (siehe Grafik unten). Letzteres deutet darauf hin, dass es neben der Zinsdifferenz auch andere treibende Faktoren (zum Beispiel realwirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen) für Wechselkursbewegungen gibt.

WÄHREND DIE KORRELATION FÜR USD-JPY INNERHALB DES ZEITRAUMS ÜBERWIEGEND POSITIV IST, IST DIESE FÜR USD-BRL NEGATIV  
KORRELATIONSKOEFFIZIENTEN (30-TAGE-FENSTER, ROLLIEREND)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK



## **Zinsentwicklung im Trump-Szenario Auswirkungen auf Fiskal- und Geldpolitik**

Sonja Marten, Leiterin Research Devisen und Geldpolitik

**In den aktuellen Wahlumfragen hat sich die demokratische Kandidatin Kamala Harris zuletzt vor Trump geschoben. Doch das Rennen bleibt eng und ein Wahlsieg Trumps kann sicherlich nicht ausgeschlossen werden. Was passiert, sollte Trump gewinnen, wird stark von den Mehrheitsverhältnissen im Kongress abhängen: Je klarer diese ausfallen, desto mehr Volatilität erwartet uns auch in der Zinslandschaft.**

Der Rücktritt Joe Bidens hat den Weg für einen Neuanfang der Demokraten geebnet. Mit Kamala Harris hat der Wahlkampf neuen Schwung gewonnen, und dies zeigt sich auch in den Umfragen, die sich zuletzt zugunsten der demokratischen Kandidatin entwickelt haben. Doch das Rennen bleibt eng und bis zum 5. November vergeht noch einige Zeit. Ein Wahlsieg von Donald Trump und J.D. Vance kann sicherlich weiterhin nicht ausgeschlossen werden. Welche Auswirkungen dieses Szenario auf die Zinslandschaft hätte, hängt entscheidend von den Mehrheitsverhältnissen im Kongress ab. Sollte Trump nur eine knappe Mehrheit erlangen, wäre damit zu rechnen, dass er gezwungen wäre, moderater zu agieren. Ein klarer Sieg der Republikaner hingegen würde Trump eine wesentlich solidere Machtbasis beschern und ihm die Möglichkeit geben „durchzuregieren“. Vor allem in diesem Szenario wäre mit deutlicheren Auswirkungen auf die Finanzmärkte zu rechnen. Was passiert also, wenn Trump im November einen klaren Sieg erlangt?

### **Steuergeschenke und Zölle**

Zunächst wäre damit zu rechnen, dass zollfinanzierte Steuergeschenke für Unternehmen und Haushalte insbesondere in den ersten Monaten unter Trump für einen sprunghaften Anstieg des Wirtschaftswachstums sorgen. Dies wird natürlich nicht ohne Auswirkungen auf die Inflation bleiben: Die Zölle werden die Inflationsrate schnell und deutlich nach oben treiben. Sowohl fiskal- als auch geldpolitisch stellt dies ein Problem dar.

### **Ist die Unabhängigkeit der Fed in Gefahr?**

Was die Geldpolitik betrifft, so ist Trump ein klarer Verfechter niedriger Leitzinsen. Bereits während des Wahlkampfes hat er immer wieder betont, dass die Fed so bald wie möglich die Zinsen senken sollte. Dafür, dass die von ihm eingeführten Zölle ein weiteres Absenken des Leitzinses im Jahr 2025 verhindern werden, dürfte Trump kein Verständnis aufbringen.

Die Frage ist, wie weit er bereit ist zu gehen, wenn es darum geht, der Fed seinen Willen aufzuzwingen. Gerüchten zufolge möchte Trump direkten Einfluss auf die Entscheidungen des geldpolitischen Rates (FOMC) ausüben, unter anderem indem er den Präsidenten der Fed vor den Sitzungen zu sich zitiert, um ihm seine Wünsche mitzuteilen. Juristisch dürfte sich dies kaum durchsetzen lassen, die Fed ist schließlich politisch unabhängig. Doch allein der Versuch Trumps, sich in die Geldpolitik einzumischen, könnte das Vertrauen des Marktes in die Notenbank schädigen. Insbesondere sollte es Trump gelingen, Jerome Powell durch einen seiner Anhänger zu ersetzen. Im schlimmsten Fall könnte dies dazu führen, dass die Fed zwar (auf Wunsch von Trump) die Leitzinsen *senkt*, das Renditeniveau amerikanischer Staatsanleihen aber dennoch *steigt*, da der Markt eine erhöhte Risikoprämie fordert.

### Fiskalpolitische Risiken wachsen unter Trump

Neben der Geldpolitik stellt auch die Fiskalpolitik im Trump-Szenario ein Risiko für den US-Staatsanleihenmarkt dar. Denn Trumps Plan, Steuersenkungen durch Zölle zu finanzieren, wird nicht aufgehen. Die ohnehin bereits prekäre fiskalpolitische Lage der USA könnte sich unter Trump also weiter verschlimmern (wobei nicht gesagt ist, dass dies unter einer demokratischen Präsidentin unbedingt anders wäre). Besonders problematisch wäre ein Szenario, in dem das Wachstum in den USA in der zweiten Jahreshälfte 2025 einbricht (spätestens dann dürfte sich die Wirtschaftspolitik Trumps als Kartenhaus erweisen) und er den Versuch unternimmt, mit immer neuen fiskalpolitischen Maßnahmen gegenzusteuern. Bereits heute beträgt das Budgetdefizit der USA rund 6% gemessen am Bruttoinlandsprodukt, ein weiterer deutlicher Anstieg wäre fatal. Zumal der immer wieder aufflammende Streit über die Schuldenobergrenze auch nicht gerade vertrauensbildend auf den Markt wirkt. Im Herbst 2023 haben wir bereits eindrucksvoll erlebt, wie sensibel der Markt reagiert, wenn die Schuldenfähigkeit der USA auch nur vorsichtig hinterfragt wird. Sollte eine lockere Fiskalpolitik unter Trump das Defizit weiter in die Höhe treiben, wäre damit zu rechnen, dass diese Probleme immer mehr in den Vordergrund rücken.

US-RENDITEN UND LEITZINSERWARTUNGEN SCHWANKEN STARK  
IN PROZENT



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

### Höhere Renditen und mehr Volatilität

Gewinnt Trump im Herbst mit einer deutlichen Mehrheit, die ihn dazu befähigt durchzuregieren, wäre zunächst damit zu rechnen, dass die Fed ihren Leitzinssenkungszyklus früher, also bereits Anfang 2025, beenden muss, da die Inflationsrate sprunghaft ansteigen würde. Trump wird Druck auf die Fed ausüben, den Leitzins dennoch erneut zu senken und damit wahrscheinlich (und hoffentlich) scheitern. Die Renditen amerikanischer Staatsanleihen bleiben in diesem Szenario zumindest auf erhöhten Niveaus. Sollte es Trump tatsächlich gelingen, die Fed unter Druck zu setzen, wäre sogar mit einem Anstieg der Renditen bei fallenden Leitzinsen zu rechnen (Risikoprämie). Ebenfalls Potenzial für steigende oder zumindest auf hohem Niveau verharrende Renditen kommt aus Richtung der Fiskalpolitik. Eine expansive Ausgabenstrategie, die in einem weiter anwachsenden Schuldenberg resultiert, könnte den USA ein strukturell höheres Renditeniveau beschern. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die US-Renditen in einem Szenario, in dem Trump einen deutlichen Wahlsieg einführt, höher (potenziell deutlich höher) sein werden als in unserem Basisszenario. Hinzu kommt, dass der erratische Politikstil Trumps für erhöhte Volatilität sorgen dürfte.

Dieses Szenario bleibt auch für Europa nicht ohne Folgen. Aus konjunktureller Sicht dürften höhere US-Zölle das Wachstum in der Eurozone belasten. Die exportorientierte deutsche Wirtschaft könnte davon besonders betroffen sein. Wahrscheinlich werden sogar Gegenzölle auf US-Produkte eingeführt, was die konjunkturelle Dynamik zusätzlich

---

bremsen würde. Gleichzeitig dürfte die Inflation dadurch einen weiteren Schub erhalten. Auch an den Finanzmärkten erwarten wir im „Trump-Szenario“ einen deutlich spürbaren Einfluss. Bereits in den vergangenen Monaten haben steigende beziehungsweise fallende US-Renditen den Rentenmarkt im Euroraum stark beeinflusst. Steigen die US-Renditen deutlich an, ist auch im Euroraum mit erheblich höheren Renditen zu rechnen. Allerdings wird dieser Anstieg nicht graduell, sondern eher sprunghaft erfolgen. Sollte Trump „durchregieren“ können, ist damit auch in Europa mit einer hohen Volatilität an den Finanzmärkten zu rechnen.



### **Billiger Immobilienerwerb Wann wird es endlich wieder so, wie es nie war?**

Michael Stappel, Economist

**Lange Zeit haben historisch niedrige Hypothekenzinsen den Bau oder Kauf von Wohnungen und Häusern trotz hoher Immobilienpreise erschwinglich gemacht. 2022 beendete dann ein schneller und kräftiger Zinsanstieg den Immobilienboom in Deutschland abrupt. Doch hat allein die verteuerte Finanzierung Schuld am Einbruch des Marktes? Wann ist mit einer nachhaltigen Erholung zu rechnen?**

Die über zehn Jahre dauernde Niedrigzinsphase begünstigte nicht nur den Immobilienkauf, sondern auch den Wohnungsneubau in Deutschland. Bei sehr niedrigen Zinssätzen von zeitweise unter 1% wuchs mit der Immobiliennachfrage das Kreditgeschäft kräftig. In der Spitze – im März 2022 – vergaben die Banken hierzulande in nur einem Monat neue Immobilienkredite im Volumen von über 32 Mrd. Euro an private Haushalte. Wurden 2010 nur rund 160.000 neue Wohnungen in Deutschland gebaut, stieg die Zahl bis 2020 auf über 300.000 Fertigstellungen im Jahr.

Ein abruptes Ende erlitt der boomende Markt dann 2022 durch den schnellen und kräftigen Zinsanstieg infolge einer restriktiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Bekämpfung der Inflation. Die Refinanzierungskosten der Banken wuchsen durch Zinsanhebungen der EZB und das Auslaufen gezielter Refinanzierungsgeschäfte vonseiten der Notenbank immer weiter. Die Geschäftsbanken sahen sich ihrerseits gezwungen, Kreditzinsen zu erhöhen und Kreditstandards zu verschärfen. Bei der Kalkulation von Kreditraten musste Ende 2022 nun mehr als das Dreifache für Zinszahlungen eingeplant werden als zu Jahresbeginn. Bei immer noch vergleichsweise hohen Immobilienpreisen und kräftig gestiegenen Baupreisen konnten sich so immer weniger Privathaushalte Wohneigentum leisten. In der Folge brach das Neugeschäft mit Immobilienkrediten um über die Hälfte ein und hat sich seither kaum erholt. Die Hoffnungen auf eine Belebung des Marktes ruhen nun auf der inzwischen bereits eingeleiteten Lockerung der Geldpolitik und wieder niedrigeren Zinsen sowie auf sinkenden Immobilienpreisen. Doch wie berechtigt sind die Hoffnungen?

**NEUGESCHÄFT MIT PRIVATEN WOHNUNGSBAUKREDITEN IN DEUTSCHLAND**  
 IN MIO. EURO (LS.); DURCHSCHNITTSZINSSATZ IN % (RS.)



Quellen: Bundesbank, DZ BANK

### Auch vergangene Boomphase mit Makel

Schon während der zurückliegenden Boomphase war nicht alles Gold, was glänzte. So war und ist der Markt durch einen massiven Wohnraummangel gekennzeichnet, der sich in steigenden Mieten und hohen Immobilienpreisen niederschlägt. Das erhöhte den Finanzierungsbedarf beim Immobilienkauf. Hinzu kamen ein Fachkräftemangel am Bau und zuletzt stark gestiegene Baupreise als Folge des Angriffskriegs Russlands auf die Ukraine und die hiervon ausgelöste Energiekrise. Die Ursachen für den chronischen Wohnungsmangel liegen vor allem in einem anhaltend viel zu schwachen Neubau bei wachsender Bevölkerung. Selbst in der Niedrigzinsphase, als Hypothekarkredite zu historisch niedrigen Zinssätzen erhältlich waren und sich die Wohnungsfertigstellungen auf über 300.000 im Jahr fast verdoppelten, wurde noch zu wenig gebaut. So erreichte der Wohnungsbau Ende der 1990er-Jahre bei deutlich höheren Zinsen noch Fertigstellungsergebnisse von einer halben Million Wohnungen im Jahr und mehr. Um die Wohnungsnot zu lindern, rief die aktuelle Bundesregierung zu Beginn ihrer Legislaturperiode ein Neubauziel von 400.000 Wohnungen im Jahr aus, das aber nie erreicht wurde.

Im Rückblick betrachtet war die Niedrigzinsphase ein gewaltiges Subventionsprogramm, das die Probleme des Marktes eine Zeit lang zumindest teilweise verdeckte, die jetzt aber verstärkt zutage treten. Der Kauf einer Immobilie oder der Bau eines Hauses war für viele Haushalte nur noch durch die extrem niedrigen Zinsen möglich. Mit dem Zinsanstieg wurden Immobilien für viele unerschwinglich. Dabei war der Zinsanstieg 2022 zwar schnell und voraussichtlich auch nachhaltig in dem Sinne, dass keine Rückkehr in ein Extrem-Niedrigzins-Szenario droht. Historisch gesehen ist das aktuelle Zinsniveau aber nicht besonders hoch, sondern kommt eher einer Normalisierung gleich.

**ZINSNIVEAU\* UND BAUTÄTIGKEIT\*\* IN DEUTSCHLAND**  
 IN % (LS.); WOHNUNGEN (RS.)



\*durchschnittlicher Effektivzinssatz in Neugeschäft mit privaten Wohnungsbaukrediten mit Zinsbindung über 10 Jahre; bis 2002 Festzinssatz für Hypothekarkredite auf Wohngrundstücke für 10 Jahre  
 \*\*Zahl jährlich fertiggestellter Wohnungen (2024 bis 2026 p=Prognose ifo/EUROCONSTRUCT) bzw. Ziel der Bundesregierung  
 Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesbank, ifo, DZ BANK

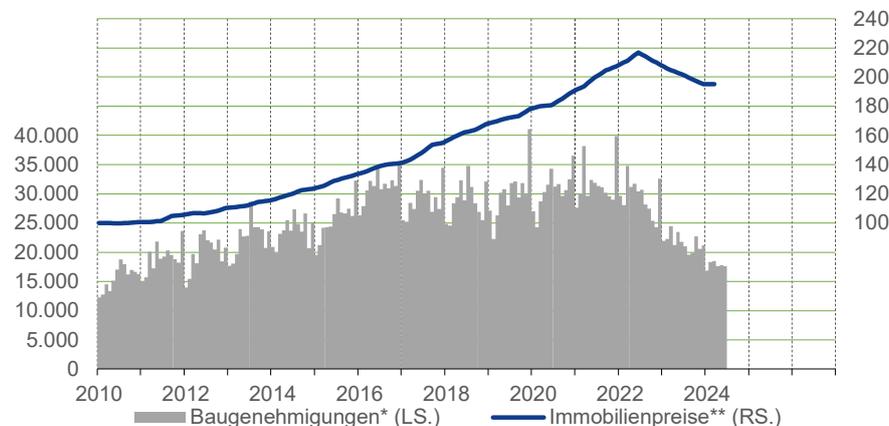
## Lähmende Überregulierung

Der viel zu schwache Neubau liegt unter anderem an einer massiven Überregulierung mit Bauvorschriften. Das betrifft beispielsweise die Anforderungen an Energieeffizienz, Schallschutz, Barrierefreiheit und Stellplätze bis hin zu Abstandsflächen und Geschosszahl. Auch wenn die Vorschriften einzeln betrachtet durchaus meist sinnvoll erscheinen, ist es doch die Summe der davon ausgehenden zusätzlichen Kosten, die den Wohnungsbau im Vergleich zum Boom Ende der 1990er-Jahre stark verteuern. Hinzu kommen teils langwierige Planungs- und Genehmigungsverfahren, die viel Zeit erfordern, in der zudem die Baukosten weiter steigen. Außerdem besteht häufig ein Mangel an geeignetem Bauland, vor allem in urbanen Räumen, wo die Wohnungsnot besonders groß ist. Und zu allem Überfluss steigen mit den höheren Grundstücks- und Immobilienpreisen die bei einem Immobilienkauf anfallenden Transaktionskosten bis hin zur Grunderwerbsteuer. Es sind jedoch insbesondere die rund 20.000 Bauvorschriften in Deutschland, die den Wohnungsbau lähmen und verteuern.

## Geduld gefragt

Bei der Geldpolitik, die für den schnellen und kräftigen Zinsanstieg 2022 mit verantwortlich ist, wurde die Trendwende hin zu einer Lockerung zwar inzwischen eingeleitet und weitere Zinssenkungsschritte dürften folgen. Mittel- bis langfristig werden die Hypothekenzinsen daher tendenziell sinken. Ein Rückfall in ein Extrem-Niedrigzins-Szenario, wie in der Zeit vor dem Zinsanstieg 2022, ist jedoch nicht zu erwarten. Das bedeutet, eine Verbesserung der Erschwinglichkeit durch günstigere Finanzierungen bleibt begrenzt. Die Immobilienpreise sind – gemessen am Preisindex für Mehrfamilienhäuser – seit Mitte 2022 zwar um rund 10% gesunken. Allerdings dürfte die Talsohle bei den Immobilienpreisen inzwischen erreicht sein. Dafür sprechen nicht nur stagnierende, sondern teilweise bereits wieder leicht steigende Preise, sowie vor allem der starke Rückgang bei den Wohnungsbaugenehmigungen. Diese fielen im zweiten Quartal dieses Jahres verglichen mit dem zweiten Quartal 2022 um 43%. Nach Schätzungen des ifo Instituts werden die Wohnungsfertigstellungen in Deutschland daher von 294.000 im letzten Jahr auf nur noch rund 175.000 neue Wohnungen bis 2026 sinken. Unter der Annahme einer weitgehend stabilen Bevölkerung bleiben Wohnimmobilien zunächst also knapp und damit entsprechend teuer.

**BAUGENEHMIGUNGEN UND IMMOBILIENPREISE IN DEUTSCHLAND**  
WOHNUNGEN (LS.); INDEX 2010=100 (RS.)



\*Zahl monatlich erteilter Genehmigungen \*\*Preisindex für Mehrfamilienhäuser in Deutschland  
Quellen: Statistisches Bundesamt, vdp, DZ BANK

Kurzfristig können Sonderabschreibungen oder beispielsweise gezielte zinsverbilligte Förderkredite die Ankurbelung des Neubaus und des Immobilienerwerbs erleichtern. Das gilt vor allem, wenn Häuslebauer und Immobilienkäufer zu Zugeständnissen bei Größe, Ausstattung und Lage bereit sind. Mittel- bis langfristig führt jedoch kein Weg an einer grundlegenden bürokratischen Entlastung bei den Bauvorschriften vorbei, die Bauen in Deutschland wieder günstiger macht, ohne wichtige Ziele wie den Klimaschutz aus den Augen zu verlieren. Mit der Novelle des Baugesetzbuches und dem Gebäudetyp-E-Gesetz sind erste Schritte auch bereits eingeleitet worden. Auf dem Weg dahin kann die Weiterentwicklung und der Ausbau kostengünstigen seriellen Bauens eine wichtige Rolle spielen. Eine schnelle vollständige Erholung des Marktes ist jedoch nicht zu erwarten. Geduld ist also weiterhin gefragt.



## Geldpolitik passt nicht in Diogenes' Hirn

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.**

Im Wirtschaftsteil der Zeitung liest Diogenes, dass sowohl die US-amerikanische als auch die Europäische Zentralbank im Prinzip die Zinsen senken möchten, aber vorher noch weitere Daten abwarten wollen. Die nächste Sitzung der Fed ist am 18. September, die EZB tagt bereits am 12. September. Die Finanzmärkte werden in der Zwischenzeit auch die Daten beobachten, und in ein paar Tagen wird man wissen, ob die Zentralbanken aus den Daten die gleichen Schlüsse ziehen wie die Marktbeobachter.

Diogenes fühlt sich davon nur am Rande betroffen, aber im Hintergrund der Diskussion stößt er wieder einmal auf eine grundsätzliche Frage des menschlichen Zusammenlebens, nämlich die: Soll man möglichst immer vorher bekannt machen, was man vorhat?

Die Moralphilosophie hat diese Frage völlig vernachlässigt. Sie sagt zwar recht eindeutig, dass man, wenn man etwas angekündigt hat, es auch tun soll. Aber soll man es überhaupt ankündigen? Wenn man nicht ganz sicher ist, ob man es halten kann – und das ist ja oft der Fall –, ist es dann nicht klüger und moralischer, gar nichts anzukündigen?

Stattdessen haben sich die Geldtheoretiker ausführlichst mit der Frage befasst. Es wird seit Jahrzehnten darüber gestritten, ob Zentralbanken ihre Politik vorher ankündigen oder irgendwie signalisieren sollten. Diogenes erinnert sich, dass die Deutsche Bundesbank bis in die 1990er-Jahre mit allen Kräften versucht hat, unprognostizierbar zu bleiben. Wenn im Markt eine Erwartung aufkam, sie werde dies oder das tun, tat sie danach meist etwas anderes oder gar das Gegenteil.

Und Alan Greenspan, amerikanischer Zentralbankchef von 1987 bis 2006, pflegte die Kunst der „konstruktiven Uneindeutigkeit“, zusammengefasst in seinem legendären Spruch: „Wenn Sie meinen, mich verstanden zu haben, habe ich mich wohl falsch ausgedrückt.“

In den letzten 20 Jahren tendierte man eher zu der Meinung, Zentralbanken sollten ihre Absichten mehr oder weniger klar und eindeutig ankündigen. Das möchte Diogenes lieber nicht entscheiden. Stattdessen überträgt er die Frage einmal auf einen uns näher liegenden Lebensbereich, nämlich das Familienleben.

Manfred – nennen wir ihn einmal so – hat vor, am nächsten Mittwochabend kegeln zu gehen, sagt es seiner Frau Mathilde aber nicht. Die wiederum plant, genau an diesem Tag ihren Manfred zum Abendessen – statt wie üblich mit aufgewärmten Buletten – mit einer Premiere zu überraschen: Hirschragout, über das er bei ihren seltenen Restaurantbesuchen immer sagt. „Warum kannst du nicht mal so etwas Gutes kochen?“ Wir ahnen schon, das wird Ärger geben. Wahrscheinlich Tränen, schlimmstenfalls anhaltende eheliche Zerrüttung.

Die wirtschaftlichen Konsequenzen dieser Handlungen sind allerdings überschaubar: Der Metzger bleibt auf seinem vorbestellten Hirschragout sitzen, oder der Wirt des Keglerheims zapft ein paar Biere weniger. Der Rest der Welt bleibt von diesem Drama völlig unberührt.

Also nehmen wir lieber ein Beispiel, bei dem mehr Menschen involviert sind: Der Hersteller eines beliebten Handy-Modells beobachtet, dass konkurrierende Modelle zu niedrigeren Preisen zu bekommen sind, und fürchtet, Marktanteile zu verlieren. Deshalb kündigt er an, seine Preise zu senken. Jetzt kauft natürlich niemand mehr das Handy, bis der Preis gesunken ist. Und danach findet es hoffentlich mehr neue Käufer, als es in der Zwischenzeit verloren hat, denn sonst hat der Anbieter sich verkalkuliert. Und sich nicht an die Ankündigung zu halten, wäre geradezu wirtschaftlicher Selbstmord.

Lässt sich das auf die Zentralbanken übertragen? Der Zins ist ja im Prinzip der Preis, zu dem Geld zu haben ist. Wenn eine Senkung angekündigt wird, nimmt dann niemand mehr Geld, bis es tatsächlich billiger wird? Und wenn es dann billiger wird, wird es tatsächlich mehr nachgefragt?

Diogenes erinnert sich dunkel an einen prominenten, inzwischen verstorbenen Frankfurter Banker, der den negativen Ankündigungseffekt für so stark hielt, dass er mit der These hausieren ging, Zinssenkungen würden die Geldnachfrage und damit letztlich die Konjunktur schwächen, die Geldpolitik wirke also genau andersherum als gedacht.

Es ist aber noch viel komplizierter. Zum Beispiel gibt es ja nicht nur einen Zins, sondern eine ganze Zinsstrukturkurve und dann noch die Kredit- und Anlagekonditionen der einzelnen Banken. Und es gibt ein ganzes Spektrum von Vermögensarten, die teilweise die Funktionen des Geldes erfüllen können. Und es gibt auch noch andere Währungen neben der heimischen. Da hängt alles mit allem zusammen, aber eben nicht mechanisch, sondern immer indirekt über Informationen und Erwartungen, also mit viel Ungewissheit.

Es ist tatsächlich so kompliziert, dass es nicht in ein menschliches Hirn passt, und schon gar nicht auf diese Seite. Geld ist eben ein ganz besonderer Stoff. Und Diogenes ist mal wieder froh darüber, dass er kein Zentralbanker ist.

# 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](http://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](http://www.dzbank.de)  
E-Mail: [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

## Vertreten durch den Vorstand

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

## Sitz der Gesellschaft

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

## Aufsicht

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

## Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

## Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten  
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der  
Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://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: 11. September 2024

## II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

- Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
  - **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://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](http://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:

<b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>	zwölf Monate
Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ):	ein Monat
Euro-Stoxx-Brancheinstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):	ein Monat
Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):	drei Monate
<b>Aktienindizes (fundamental):</b>	drei Monate
<b>Währungsräume:</b>	sechs bis zwölf Monate
<b>Gewichtung von Marktsegmenten:</b>	sechs Monate
<b>Gesamtmarktstrategie</b>	sechs Monate
<b>Branchenstrategie Unternehmensanleihen</b>	sechs Monate
<b>Strategie Covered Bonds:</b>	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](http://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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.

## III. 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 Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.  
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:  
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.  
Die Weitergabe von Sonstigen Research-Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.  
Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.
- 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 / Sustainability**

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