

# FRIEDRICH

**Research. Trends. Analysen.**

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG für Privatkunden.



## **Trends 2025: Wirtschaft und Finanzmärkte im Fokus**

**Fünf Thesen für das neue Jahr**

Veröffentlicht am:  
13.12.2024 12:10 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 den [DZ Research-LinkedIn-Kanal](#) und unseren [Podcast](#) sowie über [#dzbank\\_research](#).

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthusen

Dr. Michael Holstein

# Es bleibt spannend!

## EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

2024 war ereignisreich und insbesondere für die deutsche Wirtschaft auch ein Jahr voller Kontraste. Auf der einen Seite erlebten wir eine ausgeprägte Konjunkturschwäche, auf der anderen Seite verbuchten Aktienindizes neue Rekordstände. Hinzu kamen die zahlreichen geopolitischen Spannungen, die Wahl Donald Trumps zum nächsten US-Präsidenten und nicht zuletzt das Aus der Ampelregierung. All dies wird fraglos Einfluss auf die Entwicklungen im kommenden Jahr haben.

Was also erwartet uns 2025? Dieser Frage gehen wir in der letzten Friedrich-Ausgabe dieses Jahres nach und stellen fünf Thesen auf, die den Trends auf volkswirtschaftlicher Ebene und an den Finanzmärkten auf den Grund gehen. Darüber hinaus betrachten wir weitere Chancen und Risiken – unsere sogenannten „E“ und „H“- , die, sofern sie eintreten, eine gewichtige Rolle für die globalen Rahmenbedingungen spielen können.

In puncto Zölle und Handelskonflikte wägen wir das Für und Wider des Freihandels ab und klären, warum er trotz seiner zahlreichen Vorteile zwar auch Herausforderungen mit sich bringt, protektionistische Maßnahmen auf lange Sicht aber für alle Beteiligten zu einer Belastung werden.

Besonderes Augenmerk verdient die nach dem Scheitern der Ampelkoalition in Berlin am 23. Februar 2025 stattfindende Bundestagswahl, die als richtungsweisend für Deutschland gilt – unter anderem mit Blick auf die eigene Wettbewerbsfähigkeit und die Finanzierung entscheidender Zukunftsinvestitionen. Eng verwoben mit der politischen Entwicklung hierzulande ist das Thema Verteidigung, das uns 2025 weiter beschäftigen wird.

Und in unserem Experten-Video haben wir Dirk Elsner zu Gast, Leiter des DZ BANK Innovation Labs, mit dem wir über Trends in der Bankenwelt sprechen.

Viel Spaß bei der Lektüre!

Wir wünschen Ihnen besinnliche Feiertage und einen guten Start in das Jahr 2025,

Ihr DZ BANK Research-Team

# Inhalt

AUSGABE #4/2024



## KAPITEL 1

### Trends 2025: Wirtschaft und Finanzmärkte im Fokus

Fünf Thesen für das neue Jahr

Seite 6



## KAPITEL 2

### Partystimmung am Aktienmarkt

Auch Gold glänzt

Seite 10



## KAPITEL 3

### Zinsen, Aktien und Kryptowährungen 2025

Jahr voller Überraschungen voraus?

Seite 13



## KAPITEL 4

### Freihandel ist kein Übel

Protektionismus schadet langfristig

Seite 17



## KAPITEL 5

### Mischpult

Musterportfolio

Seite 21

**Trends  
in der  
Bankenwelt**

**KAPITEL 6**

**Experten-Interview**

Mit Dirk Elsner, Leiter DZ Innovation Lab,  
DZ BANK AG

**Seite 25**



**KAPITEL 7**

**Vorgezogene Bundestagswahlen**

Richtungsentscheidend für Deutschland

**Seite 28**



**KAPITEL 8**

**Deutschlands Verteidigungspolitik**

Zwischen geopolitischen Spannungen und  
transatlantischen Beziehungen

**Seite 32**



**KAPITEL 9**

**Chancen und Risiken 2025**

Ein Jahr voller „E“ und „H“

**Seite 37**



**KAPITEL 10**

**Glosse**

Vorwärts in die Vergangenheit?

**Seite 39**

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

**Seite 41**



## **Trends 2025: Wirtschaft und Finanzmärkte im Fokus Fünf Thesen für das neue Jahr**

Thomas Kulp, Analyst

**Globale geopolitische Spannungen, eine sich abschwächende Weltkonjunktur und Handelskonflikte im Zuge des Wiedereinzugs von Donald Trump ins Weiße Haus werden das Jahr 2025 wohl maßgeblich prägen. Wir stellen fünf Thesen für das kommende Jahr auf, die Licht in die dunkle Komplexität der Finanzmärkte bringen sollen.**

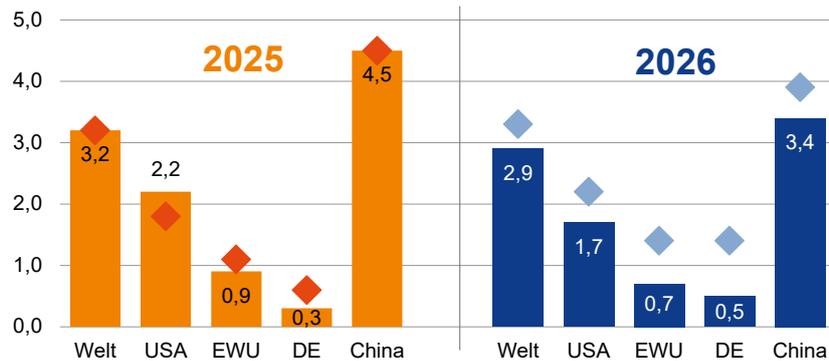
### **These 1: Das Wachstum im Euroraum und in Deutschland dürfte 2025 leiden**

Die Wachstumsdynamik im Euroraum und insbesondere in Deutschland ist bereits seit einigen Jahren von diversen Herausforderungen geprägt. Zu den strukturellen Wachstumsbremsen zählen unter anderem die mangelnde Digitalisierung, der demografische Wandel im Sinne einer alternden Gesellschaft, der den Fachkräftemangel verschärft, und eine überbordende Bürokratie, die für erheblichen Gegenwind bei der Investitionstätigkeit der Unternehmen sorgt. Zudem hat die Europäische Zentralbank die geldpolitischen Zügel in den vergangenen Jahren angezogen, um die ausufernde Inflationsrate einzudämmen. Wachstumsdämpfend wirkten sich – gerade in Deutschland – außerdem die aufgrund diverser Unsicherheitsfaktoren geänderte Konsumneigung beziehungsweise Konsumzurückhaltung bei den Bürgerinnen und Bürgern sowie gestiegene Energiepreise aus.

Für das Jahr 2025 standen die Zeichen zunächst zwar auf moderate Aufhellung der Konjunktur. Durch den umfassenden Wahlsieg der Republikaner in den USA haben sich die Vorgaben aber spürbar eingetrübt. So dürfte der designierte US-Präsident Trump mit der Rückendeckung von Senat und Repräsentantenhaus in der Lage sein, seine politischen Vorhaben nach eigenem Gusto umzusetzen. Dies gilt auch für die von ihm avisierten Importzölle, darunter ein Basiszoll für alle Einfuhren aus dem Ausland in Höhe von 10 Prozentpunkten und ein noch deutlich höherer Aufschlag gegenüber Importen aus China – hier ist mit einem Plus von 20 Prozentpunkten zu rechnen. Gegenmaßnahmen anderer Wirtschaftsräume und zunehmende Spannungen auf handelspolitischer Ebene dürften die Folge sein. Diese Gemengelage stellt eine bedeutende Belastung für die weltweite konjunkturelle Situation und insbesondere für exportlastige Nationen wie Deutschland dar.

Aufgrund der geänderten Perspektiven haben wir unsere Konjunkturprognosen angepasst. Für das Jahr 2025 fällt zwar die Wachstumsdynamik im Euroraum und Deutschland geringer aus, und aufgrund des zu erwartenden Zollschocks sind sogar negative Raten für einzelne Quartale zu erwarten. Auf globaler Ebene halten sich die Änderungen aber zunächst in Grenzen. Deutlicher zu erkennen sind die Auswirkungen der neuen Konstellation im Jahr 2026. Sowohl im Euroraum als auch in China und den USA trüben sich die Wachstumsaussichten spürbar ein. Erreicht das Plus bei der wirtschaftlichen Aktivität in den USA in diesem Jahr noch knapp 3% (J/J), sollte dieser Wert bis 2026 unter 2% fallen. Hierzulande dürfte das Wachstum auf (sehr) niedrigem Niveau verharren.

**Globales Wachstum: Aktuelle Prognoseänderungen für 2025/26**  
Wachstum des BIP (J/J) in %, Raute: bisherige Prognose bis Okt. 2024



Quelle: DZ BANK

### These 2: Inflationsrate im Euroraum lässt nach, trotz erwarteter EU-Gegenzölle und schwächerem Euro

Die Europäische Union wird auf die Zollerhöhungen der Trump-Administration voraussichtlich mit Gegenzöllen reagieren, um die eigene Position in anstehenden Handelsgesprächen zu verbessern. In der Vergangenheit reagierte die EU auf US-Zölle auf Stahl und Aluminium mit gezielten Gegenzöllen auf US-Produkte wie Motorräder und Bourbon, vor allem aus US-Bundesstaaten, die Trump stark unterstützten. Ähnliche Maßnahmen sind auch diesmal zu erwarten. Diese EU-Gegenzölle könnten die Importe verteuern und den Inflationsdruck in der Währungsunion erhöhen, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2025.

Zusätzlich verteuert werden Produkte aus dem Ausland durch eine zum Teil bereits eingetretene und weiter zunehmende Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar. So erwarten wir auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten ein Wechselkursverhältnis von 1:1 zwischen beiden Währungen. Gemessen am aktuellen Kurs würde dies einer Abwertung der Gemeinschaftswährung von rund 5% entsprechen. Hintergrund der prognostizierten Wechselkursbewegung ist unter anderem die erwartete Ausrichtung der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks. Während die US-Notenbank den Leitzins auf recht hohem Niveau knapp unter 4% festhalten wird, dürfte die Europäische Zentralbank ihren Einlagesatz im Jahresverlauf auf unter 2% senken. Zudem sollte die Wirtschafts-, Handels- und Außenpolitik Trumps den US-Dollar vielleicht nicht unbedingt stärken, für die Währungen anderer Nationen stellt sie jedoch eine größere Belastung dar.

Unterdessen stehen den preistreibenden Effekten durch Gegenzölle und Euro-Abwertung im hiesigen Währungsraum zwei dämpfende Faktoren gegenüber: ein auf niedrigem Niveau dahindümpelnder Rohölpreis und die schwache Konjunktorentwicklung. Vor allem letztgenannter Einfluss dürfte die beiden anderen Faktoren nach und nach überlagern. Wenngleich sich die Inflationsrate zum Ende des Jahres 2025 hin wieder moderat oberhalb der Zielrate der Notenbank von 2% (J/J) bewegen sollte, dürfte der Preisdruck verglichen mit 2024 weiter nachlassen. Für das Jahr 2026 rechnen wir sogar wieder mit einer Jahresinflationsrate unter 2%.

### These 3: Fed und EZB mit unterschiedlicher Geldpolitik

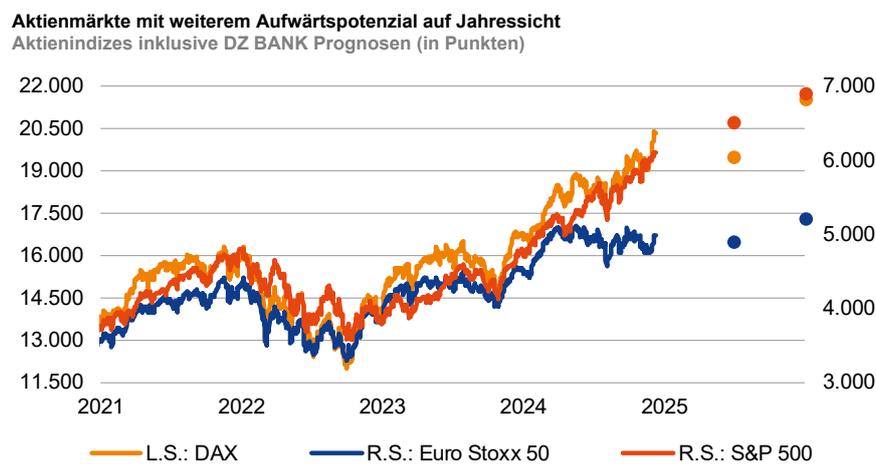
Die Europäische Zentralbank dürfte vor dem Hintergrund dieser Inflationsaussichten den Spielraum sehen, den Leitzins im nächsten Jahr nach und nach weiter zu senken. Voraussichtlich auf jeder der etwa alle sechs Wochen stattfindenden Sitzungen dürften die Zinszügel um 25 Basispunkte gelockert werden. Beenden sollten die Frankfurter Währungshüter ihren Zinssenkungszyklus in der zweiten Jahreshälfte 2025 bei einem Einlagesatz von 1,75%. Zum Vergleich: Im Sommer dieses Jahres lag der Leitzins noch bei 4%. Damit würde die EZB eine leicht expansive Geldpolitik fahren, die die Wirtschaft also moderat unterstützen.

Ein anderes Bild ergibt sich beim Blick auf die Vorgaben für die Geldpolitik in den USA. Angesichts der bedingt durch vorgesehene Importzölle perspektivisch wieder ansteigenden US-Inflationsrate dürfte die US-Notenbank gezwungen sein, ihren Zinssenkungszyklus bald wieder zu beenden. Bei einer oberen Fed Funds Rate von 3,75% dürfte Schluss sein, was als moderat restriktiv angesehen wird. Dem designierten US-Präsidenten Trump wird diese geldpolitische Ausrichtung wohl kaum gefallen. Bereits in seiner ersten Amtszeit hat er mit Kritik an der Federal Reserve keineswegs gespart. Mehr als verbale Attacken auf die Entscheidungen der Währungshüter sind zwar vorerst nicht zu erwarten. Interessant dürfte jedoch werden, wen Trump zum Nachfolger von Notenbankchef Powell nominiert. Dessen Amtszeit läuft 2026 aus.

#### These 4: Rentenmärkte: „Risikolos“ durchläuft Neubewertung

Eine mit Blick auf weitere Leitzinssenkungen zurückhaltend agierende US-Notenbank dürfte an den US-Rentenmärkten im Jahr 2025 ebenso Spuren hinterlassen wie die Erwartung höherer Inflationsraten und ein steigendes Haushaltsdefizit unter der Trump-Administration. Letzteres bewegt sich mit knapp 8% gemessen an der Wirtschaftsleistung ohnehin bereits auf hohem Niveau. Aufgrund von Trumps Steuersenkungsplänen dürfte dieses in Richtung 9% klettern. Da überrascht es nicht, dass die Renditen in den USA bereits im Vorfeld der US-Wahlen merklich zulegten. Ausgehend von derzeit rund 4,3% rechnen wir bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen auf Jahressicht mit einem weiteren stetigen Anstieg des Renditeniveaus bis auf 5%. Eine Diskussion über das potenziell nachlassende Interesse institutioneller und privater Anleger ist dabei zwar ebenso möglich wie Debatten über die langfristige Tragfähigkeit der US-Staatsschulden. Auch ist der Verlust der letzten verbliebenen AAA-Bonitätsnote bei einer der drei großen Ratingagenturen alles andere als ausgeschlossen. Mit einer Schuldenkrise ist jedoch nicht zu rechnen. Zu groß und liquide ist der US-Staatsanleihemarkt, als dass global agierende Investoren um ihn herumkämen. Es fehlt schlichtweg die Alternative.

Länger laufende deutsche Bundesanleihen dürften den Vorgaben aus den USA zumindest teilweise folgen. Während also die EWU-Wirtschaft lahm und die Europäische Zentralbank den Leitzins in den expansiven Bereich senkt, sollten die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen 2025 gen Norden tendieren. Die Aufwärtsbewegung lediglich den US-Treasuries in die Schuhe zu schieben, greift indes zu kurz. So hat die Debatte um die Lockerung der Schuldenbremse hierzulande in den vergangenen Wochen für latente Verunsicherung am Rentenmarkt gesorgt. Auch die Absicht der Notenbanken des Eurosystems, ihre Bilanzen zu reduzieren und gehaltene Staatsanleihen auslaufen zu lassen, übt tendenziell Aufwärtsdruck auf die Renditeniveaus aus. Alles in allem sollten die Bundesanleihen bis Ende 2025 auf 2,75% ansteigen.



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

#### These 5: Weiteres Aufwärtspotenzial in der Aktienlandschaft, Diversifikation gewinnt an Bedeutung

Ein schwächeres globales Wirtschaftswachstum und höhere Renditen bei langfristigen Staatsanleihen klingen zwar nach einem herausfordernden Umfeld für die Aktienmärkte. Allerdings stehen die Chancen für DAX & Co. gut, dass an ein erfolgreiches Aktienjahr 2024 ein erfreuliches Jahr 2025 anschließt. Dies gilt insbesondere für die US-Indizes, ist die Aussicht auf niedrigere Unternehmenssteuern doch eine sehr gute Nachricht. In Kombination mit robusten Gewinnen und weiteren Impulsen durch das Thema KI dürfte der S&P 500 bis Ende 2025 die Marke von 6.900 Zählern erreichen.

Besonders von der Wachablösung im Weißen Haus dürften dabei Unternehmen aus der Finanzbranche und dem Bereich der fossilen Energieträger profitieren. So hat Trump nicht nur eine Deregulierungswelle angedeutet, er hält auch wenig von Umweltschutz.

DAX und Euro Stoxx 50 müssen sich hingegen bis zur Jahresmitte auf eine volatile Seitwärtsbewegung einstellen. Schließlich können einerseits auch europäische Unternehmen mit ausgeprägten US-Aktivitäten von niedrigeren US-Steuern profitieren, während auf der anderen Seite eine schwächere Konjunktur in Europa und China belasten dürften. Nach einigen Monaten sollte unterdessen ein Gewöhnungseffekt hinsichtlich der neuen Konstellation in der US-Politik einsetzen und den Weg frei machen für erfreulichere Meldungen. Eine robuste Gewinnentwicklung und das Thema Künstliche Intelligenz dürften dabei beim DAX (Euro Stoxx 50) Spuren hinterlassen und einen Kursanstieg bis 21.500 Punkte (5.200 Zähler) ermöglichen.

Ungeachtet dieser insgesamt erfreulichen Perspektiven bis Ende 2025 müssen sich Anleger in den nächsten Monaten voraussichtlich auf größere Schwankungen einstellen, ist doch die neue politische Landschaft in den USA für jede Menge Volatilität an den Aktien- und Finanzmärkten gut. Ebenso dürfte die Ausrichtung jedes einzelnen Unternehmens noch wichtiger für die Kursentwicklung sein als in gewöhnlich spannenden Jahren. Zu unvorhersehbar könnten sich geopolitische Gemengelage und globale Effekte von Entscheidungen einiger Staatslenker und Autokraten auf Sektor- und Unternehmensebene auswirken.



## Partystimmung am Aktienmarkt Auch Gold glänzt

Christoph Müller, Analyst

**Mit einem Plus von fast 20% in diesem Jahr klettert der DAX erstmals seit seiner Gründung über die Marke von 20.000 Punkten. Auftrieb erfuhr der Leitindex jüngst von Leitzinssenkungshoffnungen und weniger strikt ausgefallenen US-Handelsbeschränkungen gegen China. Wenngleich das erste Halbjahr 2025 für den DAX holprig verlaufen dürfte, sollte im weiteren Jahresverlauf die Marke von 21.000 Punkten fallen. Auch bei Gold sind neue Rekorde wahrscheinlich.**

Mit dem Ausbruch aus der wochenlang richtungsweisenden Seitwärtsrange scheint der Beginn der Jahresendrally gekommen zu sein. Niedrigere Renditen für (US-) Staatsanleihen sowie gute Vorgaben aus den USA zeigten sich für den Anstieg des DAX auf über 20.300 Punkte verantwortlich. Aber auch aus der Volksrepublik China sind zuletzt positive Konjunkturdaten veröffentlicht worden.

Damit trotz der DAX einmal mehr dem heimischen Gegenwind. Weder eine Regierung auf Abruf und Rezessionsorgen noch die Negativschlagzeilen aus der deutschen Automobilbranche konnten das Stimmungsbild nachhaltig trüben. Tatsächlich erwirtschaften die im deutschen Leitindex gelisteten Unternehmen einen Großteil ihrer Umsätze im Ausland, allein 30% entfallen auf die USA. Folglich haben auch deutsche Unternehmen die Chance, von den geplanten Steuer-senkungen in den USA merklich zu profitieren. Eine schwache hiesige Konjunktur mag vor diesem Hintergrund zwar nicht wünschenswert sein. Für den Aktienkurs spielen allerdings globale Entwicklungen die erste Geige.

### Europa: Holpriges erstes Halbjahr 2025

Ausgehend von rund 16.750 ging es für den DAX seit Jahresbeginn sehr stark bergauf. Als Haupttreiber haben sich dabei vor allem Aktien solcher Unternehmen erwiesen, die von den Hoffnungen zugunsten eines fortschreitenden Sieges-zuges Künstlicher Intelligenz profitieren oder aus dem Finanzbereich stammen. Auch Konzerne aus dem Rüstungssektor verhalfen dem deutschen Aktienindex zu einem erfolgreichen Jahr 2024.

Ungeachtet der jüngsten Aufwärtsbewegung sollten die nächsten Monate für den DAX holprig werden. Gegenwind droht insbesondere aus dem Weißen Haus. Eine erratische Wirtschafts-, Außen- und Handelspolitik ist für jede Menge Überraschungen gut. Die vonseiten des designierten US-Präsidenten Trump vorgesehenen Importzölle haben das Potenzial, sowohl die Wirtschaft in den USA als auch weltweit nachhaltig zu belasten und für merklich mehr Verunsicherung an den internationalen Finanzmärkten zu sorgen. Darüber hinaus ist für den Verlauf des nächsten Jahres auf globaler Ebene mit einem kräftigen Anstieg der Renditen länger laufender Anleihen zu rechnen. Die aktuell gute Stimmung am deutschen Aktienmarkt könnte damit gezwungen sein, ein ums andere Mal einer gewissen Ernüchterung Platz zu machen. Einen Lichtblick wird unseres Erachtens die zweite Jahreshälfte 2025 darstellen. Denn nach und nach sollte sich gegenüber der geänderten Konstellation in der US-Politik ein Gewöhnungseffekt einstellen und den Weg für andere Themen sowie positive Impulse freimachen. Eine robuste Gewinnentwicklung und das Thema Künstliche Intelligenz dürften im zweiten Halbjahr beim DAX Spuren hinterlassen und einen Kursanstieg bis 21.500 Punkte ermöglichen.

**DZ BANK Index-Prognosen**

	Index	30.06.2025	31.12.2025
Europa	Euro Stoxx 50	4.900	5.200
Deutschland	DAX	19.500	21.500
USA	S&P 500	6.500	6.900

Quelle: DZ BANK

**Gold sollte auch 2025 Strahlkraft entwickeln**

Nachdem der Goldpreis im Oktober noch mit Notierungen von rund 2.790 US-Dollar je Feinunze gegläntzt hatte, vollzog er anschließend eine Korrektur. So ist es im Anschluss an den klaren Trump-Sieg zu einer Neubewertung der US-Zinssenkungserwartungen gekommen. Seitdem gehen die Marktteilnehmer von einem künftig vorsichtigeren Kurs der US-Geldpolitik aus, was zu einer Aufwertung der US-Währung geführt hat. Der stärkere US-Dollar führt dazu, dass das an den Rohstoffmärkten zumeist in Dollar gehandelte Edelmetall für außerhalb des Dollarraums ansässige Investoren teurer wird, sodass die Nachfrage ceteris paribus sinkt und der Goldpreis niedriger tendiert.

Doch ungeachtet der jüngsten Atempause kann sich die Performance für Gold sehen lassen: Denn seit Jahresbeginn 2024 ging es mit dem Goldpreis um rund 30% bergauf. Auch 2025 sollte Gold in hellem Glanz erstrahlen. So wird der Goldpreis derzeit durch umfangreiche Zentralbankkäufe gestützt. 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.

**Gold gönnt sich eine Verschnaufpause im intakten Aufwärtstrend**  
 Goldpreis in US-Dollar je Feinunze



Quellen: LSEG, DZ BANK

Neben öffentlichen Anlegern erfreute sich Gold zuletzt auch unter Privatanlegern wieder zunehmender Beliebtheit. Die phasenweise sehr hohe Inflation dürfte hier ebenso ihren Beitrag geleistet haben wie die geopolitischen Krisenherde, darunter der andauernde Krieg in der Ukraine, der militärische Konflikt im Nahen Osten und die Spannungen zwischen den USA und China. Schließlich genießt das gelbe Edelmetall weiterhin den Ruf als ultimativer sicherer Hafen in Krisenzeiten und gilt weiterhin als Schutz vor übermäßiger Inflation.

In den nächsten drei Monaten dürften es zunächst ein erratischer Politikstil in den USA und tendenziell zunehmende geopolitische Spannungen sein, die dem Preis für das gelbe Edelmetall Auftrieb geben. Bis in die Region um 3.100 US-Dollar dürften die öffentliche, aber auch die private Nachfrage den Goldpreis auf Jahressicht klettern lassen.

Auf einen nennenswerten Unterstützungsfaktor wird der Goldpreis dabei voraussichtlich verzichten müssen. So haben sich Hoffnungen auf rückläufige Leitzinsen und Renditen insbesondere in den USA im Verlauf dieses Jahres immer wieder positiv auf den Preis des unverzinsten Vermögenswerts ausgewirkt. Zwar dürften am kurzen Ende der US-Staatsanleihekurve die Renditen im Zuge weiterer US-Zinssenkungen in den nächsten Monaten noch fallen, gerade im längeren Laufzeitenbereich überwiegt aber das Aufwärtsrisiko für die US-Treasury-Anleihen. Denn nicht nur die im Zuge der zu erwartenden höheren US-Importzölle steigende US-Inflation, sondern auch die zunehmende fiskalische Sorge um den Staatshaushalt ist hier zu nennen.

#### DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	30.06.2025	31.12.2025
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	2.900	3.100
Goldpreis in Euro je Feinunze	2.900	3.100

Quelle: DZ BANK

#### Ausblick positiv

Sowohl für die Aktienmärkte als auch für den Goldpreis sind die Perspektiven für 2025 insgesamt gut. Der Preis des gelben Edelmetalls sollte sich auch von den zu erwartenden steigenden US-Staatsanleiherenditen nicht nachhaltig unter Druck bringen lassen, bleiben doch die strukturellen Werttreiber für Gold auch 2025 aller Voraussicht nach intakt. Die heimischen Aktienmärkte sollten den drohenden US-Zollschock im zweiten Halbjahr 2025 verarbeiten. Für zusätzlichen Rückenwind sorgt eine expansive Geldpolitik der EZB.



## **Zinsen, Aktien und Kryptowährungen 2025 Jahr voller Überraschungen voraus?**

Günther Scheppeler und Sören Hettler, Analysten

**Es mag an der Aktualität der Erinnerungen liegen, aber gefühlt geht mit 2024 ein Jahr mit überdurchschnittlich vielen Auf's und Abs zu Ende. Geopolitische Spannungen und Rezessionsorgen wechselten sich mit Hoffnungen auf fallende (Leit-) Zinsen und unerwartet positiven Unternehmensgewinnen ab. Mit dem jüngsten US-Wahlergebnis und dem Paukenschlag in Berlin spricht einiges dafür, dass 2025 nicht minder spannend wird.**

### **Der Wahlsieg von Donald Trump hat einen deutlichen Einfluss auf den Rentenmarkt**

Durch die Wiederwahl von Donald Trump als 47. US-Präsident, der am 20. Januar 2025 die Amtsgeschäfte übernimmt, sowie den Sieg der Republikaner im Kongress müssen die Konjunktur- und Zinsaussichten für die Vereinigten Staaten neu bewertet werden. Trump hat Steuersenkungen in Aussicht gestellt, die sich zumindest kurzfristig positiv auf die US-Konjunktur auswirken sollten. Die damit verbundene Mehrnachfrage der Konsumenten und Unternehmen dürfte allerdings auch zu einem Anstieg der Preissteigerungsrate in Übersee führen. Diese wird noch verstärkt werden, sobald die neue Regierung ihre Pläne von Zollerhebungen umsetzt. Die Verringerung des Steueraufkommens wird die Landesführung am Ende mit einer erhöhten Staatsverschuldung finanzieren müssen.

Das alles ist kein gutes Umfeld für eine weitere Lockerung der US-Geldpolitik. Da die wirtschaftspolitischen Maßnahmen ihre inflationäre Wirkung aber nicht unmittelbar entfalten werden, dürfte die US-Zentralbank ihre Leitzinssenkungen noch bis ins erste Halbjahr 2025 fortsetzen. Wir rechnen für die nächsten Sitzungen mit Kürzungen von jeweils 25 Basispunkten, sodass der obere Leitzins im Mai 2025 bei 3,75% ankommen sollte. Das dürfte dann gleichzeitig auch das Ende der Fahnenstange in puncto Leitzinssenkungen sein. Zu diesem Zeitpunkt wäre die Geldpolitik als moderat restriktiv einzustufen, was angesichts eines Wiederanstiegs der Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2025 gerechtfertigt erscheint.

### **US-Zinsen dürften weiter zunehmen**

Bereits im Vorfeld der Wahlen waren die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen deutlich angestiegen. Marktteilnehmer positionierten sich anscheinend frühzeitig für einen Trump-Sieg und die Übernahme des Kongresses

durch die Republikaner. Es kam zum sogenannten „Trump-Trade“. In Erwartung eines bevorstehenden Inflationsanstiegs und eines ausufernden Haushaltsdefizits wurden die Renditen nach oben geschleust. Ein Teil der wirtschaftspolitischen Agenda der Trump-Regierung wurde somit bereits vorweggenommen. Die zehnjährigen US-Renditen dürften sich auf kurze Sicht zunächst also tendenziell seitwärts bewegen. Der später zu erwartende Inflationsanstieg und die fiskalischen Bedenken könnten ab Mitte 2025 dann für einen Anstieg der Renditen am langen Ende der Laufzeitenkurve sorgen. Im Bereich der zehnjährigen US-Staatsanleihen sehen wir die Rendite bei 5,0% zum Ende des nächsten Jahres.

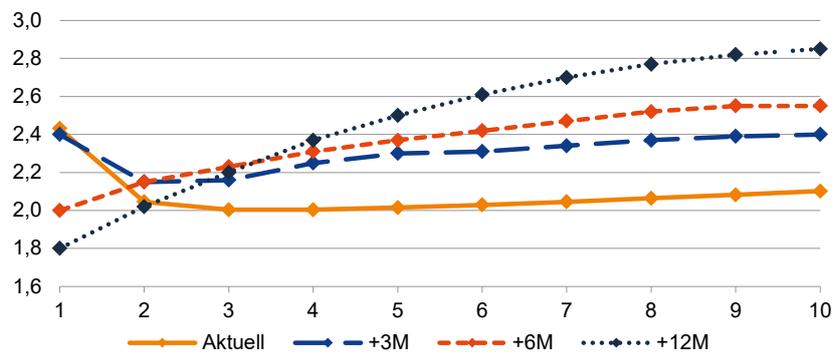
### Konjunktur der Eurozone kommt weiter unter Druck

Die in Aussicht gestellten Anhebungen der Zölle durch die US-Regierung werden in der Eurozone nicht unbeantwortet bleiben. Allerdings dürften die Zollstreitigkeiten zur Folge haben, dass die ohnehin schon schwache Konjunktur in der Eurozone einen weiteren Dämpfer erhält. Vor diesem Hintergrund fällt aber zumindest der Inflationsausblick mittelfristig freundlicher aus. Sollte die europäische Seite tatsächlich Gegenzölle erheben, dürfte das der Inflation in der Eurozone zwar kurzfristig etwas Auftrieb geben, das von der Europäischen Zentralbank (EZB) gesteckte Inflationsziel von 2% könnte dann jedoch im Jahr 2026 erreicht werden. Angesichts dieser Projektion kann die EZB unseres Erachtens die Leitzinsen weiter senken, um am Ende auch den Konjunkturrückgang zu bremsen. Wir sehen den Einlagesatz Ende 2025 bei 1,75%. Auf diesem Niveau wäre die Geldpolitik leicht expansiv.

### In den kommenden Monaten sind kurzlaufende Anleihen interessant

Trotz der anstehenden weiteren Leitzinssenkungen im Euroraum gehen wir von einem Anstieg der zehnjährigen Bund-Renditen aus. Bereits während der Phase des Trump-Trades konnten sich die Bund-Renditen am langen Ende der Laufzeitenkurve den Vorgaben aus Übersee nicht entziehen und legten ebenfalls zu. Es steht zu vermuten, dass sich diese Abhängigkeit auch in den kommenden Quartalen fortsetzen wird. Darüber hinaus bestehen auch in Deutschland fiskalische Risiken. Eine höhere Unterstützung der Ukraine sowie kräftigere Investitionen in die eigene Wehrhaftigkeit bedeuten auch für den deutschen Staat erhöhte, durch Staatsschulden finanzierte, Ausgaben. Diese Entwicklung dürfte den Renditeauftrieb länger laufender Bundesanleihen noch verstärken. Auf Sicht von zwölf Monaten taxieren wir die zehnjährige Bund-Rendite bei 2,75%. Am kurzen Ende der Laufzeitenkurve dürften die weiteren Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank hingegen zu einer Abnahme der Bund-Renditen führen. Zum Ende des kommenden Jahres prognostizieren wir die zweijährige Bund-Rendite auf 1,75%. Die Renditekurve der Bundesanleihen wird sich in den kommenden Quartalen unserer Meinung nach also drehen und insgesamt steiler werden. Investoren mit einem kurzfristigen Anlagehorizont, die Ausschau nach Kursgewinnen bei Bundesanleihen im kommenden Jahr halten, sind somit gut beraten, am kurzen Ende der Laufzeitenkurve zu investieren. Längerfristig orientierte Investoren sollten hingegen den Anstieg der Bund-Renditen am langen Ende der Laufzeitenkurve abwarten und ab dem zweiten Halbjahr sukzessive Positionen aufbauen.

**Aktuelle Bund-Renditekurve und DZ Prognosen**  
X-Achse: Laufzeiten in Jahren; Y-Achse: Rendite in Prozent



Quellen: Bloomberg, DZ BANK; Stand: 03.12.2024

### Aktienmärkte reagieren unterschiedlich auf den Wahlsieg Trumps – USA vs. Rest der Welt

Für die Aktienmärkte stellt die Aussicht auf weltweit höhere Renditen lang laufender Wertpapiere in Kombination mit einer gedämpften Konjunkturdynamik zwar für sich genommen eine Herausforderung dar. Allerdings haben vor allem US-Aktien positiv auf den Sieg Trumps und seiner Republikaner Anfang November reagiert. So legte der US-Leitindex S&P 500 seither um gut 6% zu. Insbesondere die perspektivisch zu erwartenden Unternehmenssteuersenkungen sowie Hoffnungen auf Lockerungen bei der Regulierung im Umwelt- und Finanzbereich hinterlassen hier ihre Spuren. Für den

Russel 2.000, der vor allem die Aktienkurse kleiner und mittelgroßer US-Unternehmen umfasst, ging es sogar knapp 8% nach oben. Hier wirken die geplanten US-Importzölle zum Schutz der heimischen Wirtschaft und Industrie, dürfte es die ausländische Konkurrenz, insbesondere aus China, unter einem Präsidenten Trump doch schwerer haben als bisher.

Im Rest der Welt war von Euphorie in den Tagen und Wochen nach der US-Wahl hingegen wenig zu spüren. Vielmehr herrschten offenbar gemischte Gefühle vor. An den chinesischen Aktienmärkten ging es in Shanghai und Hongkong moderat bergab, während der japanische Nikkei seitwärts tendierte. Letzteres gilt zwar auch für den Euro Stoxx 50. Allerdings haben in Europa im November weitere Einflussfaktoren für Bewegung gesorgt. So ist der französische Leitindex aufgrund der schwierigen politischen Lage in Paris unter Druck geraten. Am deutschen Aktienmarkt hat das Aus der Ampel zumindest vorübergehend Hoffnungen zugunsten einer künftig handlungsfähigen Regierung geweckt. Zudem erwirtschaften DAX-Unternehmen rund 30% ihrer Umsätze in den USA. Sofern sie ihre damit erzielten Gewinne in den USA versteuern, können sie von den Trump'schen Plänen nennenswert profitieren.

### Dunkle Wolken verziehen sich erst nach und nach

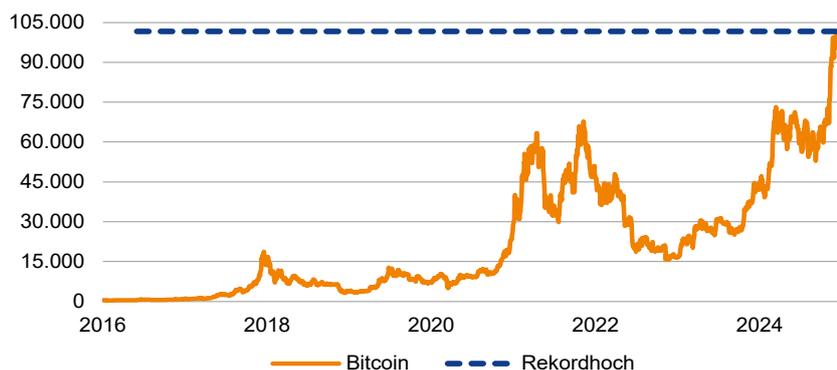
Mit Blick auf 2025 dürfte das erste Halbjahr für die europäischen Aktienmärkte herausfordernd bleiben. Vorübergehende Stimmungsaufhellungen – wie beispielsweise seit Anfang Dezember zu beobachten – werden sich unseres Erachtens als nicht nachhaltig erweisen und immer wieder durch Krisenherde sowie damit einhergehende Kursrücksetzer kompensiert werden. Mehr als eine übergeordnete Seitwärtsbewegung halten wir zumindest in den ersten Monaten der Trump'schen Präsidentschaft und dem damit einhergehenden Gepolter für schwer erreichbar. In den USA dürften Ankündigung und Umsetzung von Steuergeschenken sowie das konjunkturelle Strohfeuer hingegen für positive Impulse an den Aktienmärkten sorgen. Getrieben unter anderem von eher traditionellen Sektoren dürfte der S&P 500 zur Jahresmitte 2025 bis in die Region um 6.500 Punkte vorstoßen – nicht trotz, sondern wegen Trump.

Im weiteren Jahresverlauf sollten sich Aktien- und Finanzmärkte allmählich an den neuen US-Präsidenten gewöhnt haben. Andere Themen, darunter Unternehmensgewinne, Geldpolitik und Künstliche Intelligenz, dürften wieder in den Vordergrund rücken. Für den S&P 500 sollte es daraufhin zwar bis Ende 2025 noch ein gutes Stück, das heißt bis auf 6.900 Punkte, bergauf gehen. Allerdings gesellen sich in diesem Zeitraum auch die Aktienindizes aus Europa zur Aufwärtsbewegung hinzu. Während der Euro Stoxx 50 immerhin die Marke von 5.000 Punkten nachhaltig hinter sich lassen und bis auf 5.200 Zähler zulegen sollte, dürfte der deutsche Leitindex mit Kursen um 21.500 Punkte ein neues Rekordhoch erklimmen können. Hervorgehoben werden sollte an dieser Stelle, dass der Weg zu den genannten Kurszielen holpriger als üblich verlaufen dürfte, ist die neue politische Landschaft in den USA doch gut für jede Menge Volatilität an den Aktienmärkten.

### Bitcoin freut sich auf den „Krypto-Präsidenten“

Die führende Kryptowährung Bitcoin hat seit der US-Wahl zahlreiche neue Allzeithochs markiert und erstmals die magische 100.000-US-Dollar-Marke geknackt. Beflügelt durch den Wahlsieg Donald Trumps und die republikanische Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses hoffen Krypto-Anhänger nun auf eine kryptofreundlichere Politik und Regulierung in den USA. Tatsächlich ließ Trump während seines Wahlkampfes keine Gelegenheit aus, seine neue Haltung als „Krypto-Präsident“ zu demonstrieren, sei es durch eine Rede auf einer großen Bitcoin-Konferenz im Sommer oder durch das Bezahlen mit Bitcoin in einer New Yorker Bar vor einigen Wochen.

Bitcoin im Höhenrausch – Aussicht auf Trump im Weißen Haus beflügelt  
Bitcoin in US-Dollar



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Trump hatte zudem angekündigt, vom Staat konfiszierte Bitcoins nicht mehr verkaufen zu wollen und die USA zum „Krypto-Weltzentrum“ zu machen. Dies hat Spekulationen genährt, die USA könnten eine Art strategische Bitcoin-Reserve aufbauen, wodurch die Kryptowährung womöglich auf eine Schwelle mit Rohöl und Gold gehievt würde. Mit dem „Bitcoin Act of 2024“ gibt es bereits eine entsprechende Gesetzesinitiative, eingebracht von der republikanischen Senatorin Cynthia Lummis. Demnach sollen über fünf Jahre hinweg insgesamt eine Million Bitcoin erworben werden, um unter anderem die Staatsverschuldung zu reduzieren.

Bei aller Euphorie gibt es dennoch einen Wermutstropfen, stellen steigende Renditen von US-Staatsanleihen doch einen möglichen Stolperstein für den Krypto-Markt dar. So sind attraktive Alternativrenditen an den Rentenmärkten grundsätzlich nicht förderlich für Kryptowährungen und könnten als Bremsklotz für weitere Kursgewinne von Bitcoin & Co. wirken.

### **Volatilität bleibt das Gebot der Stunde**

Das Jahr 2025 wird wohl viele erwartete und zahlreiche unerwartete Entwicklungen mit sich bringen. Dabei hat das laufende Jahr offenbart, wie schnell der Wind nicht nur bei den als sehr schwankungsanfällig geltenden Kryptowährungen, sondern auch an den Aktien- und Rentenmärkten drehen kann. Egal ob allgemeines Stimmungsbild, Leitzinserwartungen oder im Marktkonsens vorherrschende Perspektiven – selten sind sie von langer Dauer. Zumindest hier dürfte sich 2025 nicht von den vorangegangenen Jahren unterscheiden.



## **Freihandel ist kein Übel Protektionismus schadet langfristig**

Matthias Schupeta, Economist

**Der Freihandel hat die Weltwirtschaft in den letzten Jahrhunderten maßgeblich verändert. Er steht aber auch im Zentrum kontroverser wirtschaftspolitischer Debatten, insbesondere angesichts der wachsenden Tendenzen zum Protektionismus in vielen Teilen der Welt. Allerdings sollten die Herausforderungen nicht als Argument gegen den Freihandel dienen, sondern vielmehr als Aufforderung, resiliente Handelsstrukturen zu schaffen.**

### **Die Vorteile des Freihandels**

„Freihandel“, das Prinzip des freien Austauschs von Gütern und Dienstleistungen über Grenzen hinweg, hat in den letzten Jahrhunderten zu einer tiefgreifenden Transformation der Weltwirtschaft geführt. Der Freihandel fördert die Spezialisierung, da Länder sich auf die Produktion jener Güter konzentrieren können, für die sie einen komparativen Vorteil haben. Diese Arbeitsteilung steigert die globale Produktivität und senkt die Preise für Verbraucher. Beispielsweise hat die Liberalisierung des Handels in vielen Ländern dazu geführt, dass Konsumenten von einem breiteren Angebot zu niedrigeren Preisen profitieren konnten. Verbraucher in Industrieländern haben Zugang zu preisgünstigen Elektronikgeräten, während Entwicklungsländer von Exportmöglichkeiten profitieren.

Der Zugang zu internationalen Märkten eröffnet Unternehmen die Möglichkeit, Skaleneffekte<sup>1</sup> zu nutzen und ihre Innovationskraft zu stärken. Ein größeres Absatzpotenzial schafft Anreize für Investitionen in Forschung und Entwicklung, was langfristig den technologischen Fortschritt fördert. Diese Dynamik ist besonders in Branchen wie der Automobilindustrie deutlich erkennbar, wo grenzüberschreitende Zusammenarbeit und Handel unerlässlich sind. Ein Beispiel ist die Entwicklung von Elektrofahrzeugen, bei der internationale Zulieferketten entscheidend zur Effizienz und Innovationskraft beitragen.

---

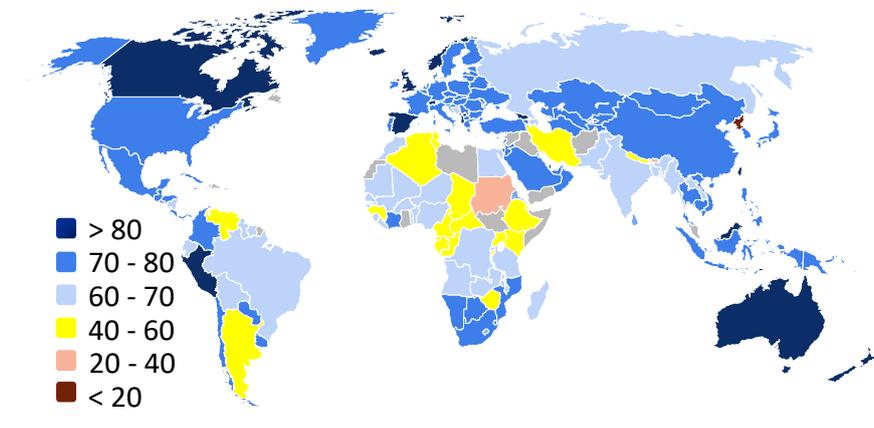
<sup>1</sup> Skaleneffekte (Economies of Scale) beschreiben Kostenvorteile, die Unternehmen erzielen, wenn sie ihre Produktionsmenge erhöhen. Dabei sinken die durchschnittlichen Kosten pro Stück, weil fixe Kosten (z. B. für Maschinen, Infrastruktur oder Entwicklung) auf eine größere Anzahl produzierter Einheiten verteilt werden.

Ein weiteres Argument für den Freihandel ist seine Rolle bei der Armutsbekämpfung. Entwicklungsländer können durch den Export von Waren und Dienstleistungen Devisen erwirtschaften, Arbeitsplätze schaffen und ihre wirtschaftliche Stabilität stärken. Laut einer Studie der Weltbank hat die Handelsliberalisierung dazu beigetragen, dass in den letzten drei Jahrzehnten Millionen Menschen aus der Armut befreit wurden. Besonders in Asien zeigt sich, wie Freihandel Wachstum und soziale Mobilität fördern kann. Länder wie Vietnam und Bangladesch haben durch Exporte von Textilien und Elektronik erhebliche wirtschaftliche Fortschritte erzielt.

Auch politische Stabilität wird durch Freihandel begünstigt. Durch Handel bilden sich wirtschaftliche Verflechtungen, die Anreize für Kooperation und Frieden zwischen Nationen schaffen. Die Europäische Union ist ein Paradebeispiel dafür, wie wirtschaftliche Integration langfristig zu politischer Stabilität beitragen kann. Der „Friedensdividende“-Effekt zeigt sich besonders in der Vermeidung von Konflikten zwischen stark wirtschaftlich verflochtenen Ländern.

Ein oft übersehener Vorteil des Freihandels ist seine Rolle als Förderer kulturellen Austauschs. So führt der Handel nicht nur zu Warenströmen, sondern auch zu einem Austausch von Ideen, Technologien und kulturellen Werten. Internationale Unternehmen bringen Innovationen und neue Perspektiven in ihre Zielländer, während die lokale Kultur oft in globalen Märkten an Einfluss gewinnt.

**Grad des Freihandels 2024**  
Score Trade Freedom; Skala 0 (kein Freihandel) bis 100 (Freihandel)



Quellen: The Heritage Foundation, DZ BANK

### Herausforderungen des Freihandels

Trotz seiner Vorteile bringt der Freihandel auch Herausforderungen mit sich. In einigen Regionen können lokale Produzenten Schwierigkeiten haben, mit günstigeren Importen zu konkurrieren. Besonders in Branchen mit niedriger Wettbewerbsfähigkeit kann dies zu Arbeitsplatzverlusten führen. Hier sind gezielte politische Maßnahmen erforderlich, um betroffene Arbeitskräfte zu unterstützen und auf neue Chancen vorzubereiten. In Ländern wie den USA und Deutschland hat der Strukturwandel durch Freihandel teils zu Spannungen in ehemaligen Industrieregionen geführt.

In Krisenzeiten, wie während der COVID-19-Pandemie, kann die Abhängigkeit von globalen Lieferketten Schwächen offenbaren. Der Mangel an medizinischen Produkten und Halbleitern während der Pandemie verdeutlichte die Risiken einer zu starken internationalen Verflechtung. Dennoch sollten diese Herausforderungen nicht als Argument gegen den Freihandel dienen, sondern vielmehr als Aufforderung, resiliente und nachhaltige Handelsstrukturen zu schaffen. Eine verstärkte Diversifizierung der Lieferketten könnte solche Risiken verringern.

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft Umwelt- und Sozialstandards. Während Freihandel Wachstum fördert, können unregulierte Handelspraktiken zu Ausbeutung und Umweltschäden führen. Hier bietet sich die Möglichkeit, Handelsabkommen gezielt zu nutzen, um Nachhaltigkeit und faire Arbeitsbedingungen weltweit zu fördern.

## Wachsender Widerstand gegen den Freihandel

Der wachsende Widerstand gegen den Freihandel in vielen Ländern ist auf eine Vielzahl wirtschaftlicher, sozialer und politischer Faktoren zurückzuführen. Ein zentrales Problem ist die ungleiche Verteilung der Gewinne. Exportstarke Regionen profitieren stärker, während weniger wettbewerbsfähige Branchen durch die internationale Konkurrenz unter Druck geraten. Die Folge sind Arbeitsplatzverluste und wachsende Einkommensunterschiede, insbesondere in Niedriglohnsektoren.

Zunehmende Krisen und Unsicherheiten stärken zudem die Position der Freihandelskritiker. Die Finanzkrise 2008, die COVID-19-Pandemie und Störungen in globalen Lieferketten haben die Schwächen der Globalisierung aufgezeigt. Diese Ereignisse haben das Vertrauen in offene Märkte geschwächt und verstärkten die Forderungen nach lokaler Produktion und „Reshoring“ (Rückverlagerung von Produktionsstätten aus Schwellenländern in die Industriestaaten).

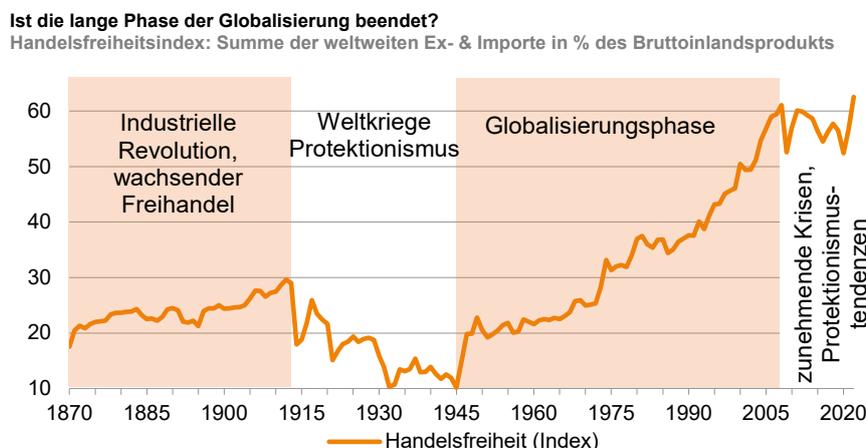
Oft wird der Freihandel auch als Bedrohung für nationale Identitäten und lokale Traditionen gesehen. Insbesondere populistische Bewegungen bedienen sich einer protektionistischen Rhetorik, um den Freihandel für wirtschaftliche Unsicherheit und Arbeitslosigkeit verantwortlich zu machen. Das Misstrauen gegenüber internationalen Handelsabkommen und Institutionen wie der Welthandelsorganisation verstärkt diese Haltung.

## Protektionismus als Hindernis

Der Aufstieg des Protektionismus in vielen Ländern, darunter die USA, zeigt die Risiken einer Abkehr vom Freihandel. So erhöhen Zölle und andere Handelshemmnisse nicht nur die Kosten für Verbraucher und Unternehmen, sondern schwächen auch die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Unter Präsident Donald Trump wurde diese Politik deutlich, etwa durch Zölle auf Stahl und Aluminium. Zwar führten diese Maßnahmen zu kurzfristigen Vorteilen für bestimmte Branchen, belasteten jedoch andere Sektoren und Verbraucher erheblich. Studien haben gezeigt, dass die zusätzlichen Kosten durch Zölle oft direkt an die Verbraucher weitergegeben werden, was zu höheren Preisen und einem Rückgang der Kaufkraft führte.

Langfristig hemmt Protektionismus das Wachstum, da er Innovationen bremst und Handelsbeziehungen belastet. Stattdessen sollte der Fokus darauf liegen, den Freihandel weiter auszubauen und durch moderne Handelsabkommen zu fördern. Solche Abkommen könnten beispielsweise Umweltstandards und Arbeitnehmerrechte stärken, um eine gerechtere und nachhaltigere Handelsordnung zu schaffen. Initiativen wie das Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership (CPTPP) zeigen, wie Freihandel mit sozialen und ökologischen Zielen verknüpft werden kann.

Protektionistische Maßnahmen können zudem zu Handelskriegen führen, die weltweit wirtschaftliche Unsicherheiten auslösen. Ein Beispiel hierfür war der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der nicht nur die betroffenen Länder, sondern auch globale Lieferketten und Märkte negativ beeinflusste.



Quellen: Klasing & Milionis, Penn World Tables, Weltbank, DZ BANK

---

### **Freihandel – der Motor für Wachstum und Fortschritt**

Die Vorteile des Freihandels überwiegen deutlich seine Herausforderungen. Er ermöglicht wirtschaftliches Wachstum, Armutsbekämpfung, Innovation und internationale Zusammenarbeit. Während Protektionismus kurzfristig attraktiv erscheinen mag, zeigt die Geschichte, dass offene Märkte langfristig erfolgreicher sind. Länder wie Südkorea und Singapur, die früh auf Freihandel setzten, sind heute führend in Technologie und Wohlstand.

Regierungen sollten den Freihandel aktiv gestalten, indem sie soziale und ökologische Aspekte berücksichtigen. Denn Investitionen in Bildung, Umschulungen und Infrastruktur können helfen, negative Auswirkungen abzumildern und die Bevölkerung auf die Chancen des globalen Handels vorzubereiten. Der Aufbau internationaler Institutionen und Standards kann dazu beitragen, die positiven Effekte des Handels zu maximieren und seine Risiken zu minimieren.

Freihandel ist kein Übel, sondern eine Chance – eine Chance für eine wohlhabendere, innovativere und vernetztere Welt. Der Schlüssel liegt in einem verantwortungsvollen und integrativen Ansatz, der sowohl den wirtschaftlichen als auch den sozialen Fortschritt fördert.



## 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. Dezember 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.

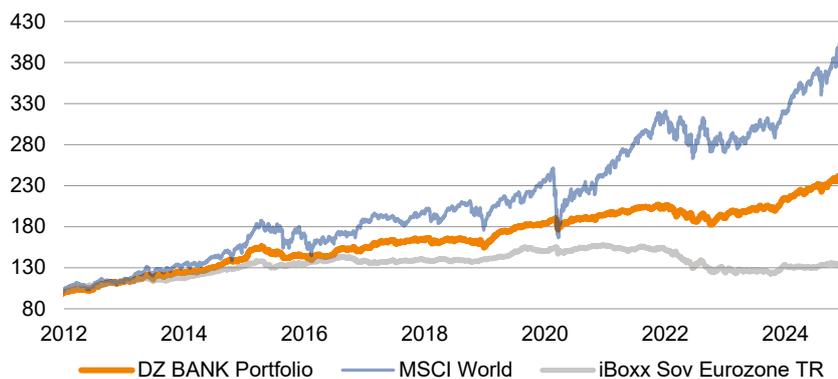
Für das assetklassenübergreifende DZ BANK Musterportfolio geht in diesen Wochen ein erfolgreiches Jahr zu Ende. Erzielt wurde ein Kursanstieg von rund 15%. Besonders positiv entwickelt haben sich Aktienengagements. Rund 30% ging es beispielsweise für den US-Technologieindex Nasdaq 100 bergauf, etwa 20% für den Russel 2.000, der die Kursentwicklung mittelgroßer und kleinerer US-Aktienunternehmen widerspiegelt. Auf Total-Return-Basis und in Euro gerechnet ergibt sich ein Plus von über 30% seit Jahresbeginn – begünstigt durch eine merkliche Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro. Bei den europäischen Bestandteilen des Musterportfolios stechen die Versicherer und der deutsche Leitindex hervor. Der Euro-Stoxx-Insurance-Index legte in den ersten gut elf Monaten dieses Jahres um rund 23% zu, beim DAX waren es ebenfalls gut 20%.

Im Bereich der Anleihen fielen die Gewinne zwar spärlicher aus. Allerdings steht auch hier überwiegend ein klares Plus vor der Klammer. Bei den in Euro denominierten Papieren im Unternehmensbereich legten sowohl das Investment-Grade- als auch das High-Yield-Segment im mittleren einstelligen Prozentbereich zu. Das Engagement in lang laufende US-Staatsanleihen hat in den vergangenen Monaten zwar ebenfalls positiv zur Portfolio-Performance beigetragen. Dies ist jedoch vorrangig Wechselkurseffekten geschuldet. Ohne den Einfluss des starken Greenback hätte der Renditeanstieg am langen Ende der Renditekurve bei US-Staatsanleihen merkliche Verluste der Portfolioposition nach sich gezogen. Als renditeträchtig sowohl auf Euro- als auch auf US-Dollar-Basis erwies sich unterdessen die Anfang Juli eingegangene Goldposition. Mehr als 14% ging es mit dem Index für das gelbe Edelmetall bergauf – ein Plus von knapp 19% für die Goldposition im Euro-denominierten Musterportfolio.

Bei den Aktien- und Anleihepositionen gibt es unseres Erachtens hingegen Anlass, Umschichtungen vorzunehmen. Hintergrund sind in den nächsten Monaten zu erwartende Änderungen der globalen Vorgaben: So erfreulich der Blick in die Vergangenheit auch sein mag, spätestens mit dem bevorstehenden Einzug von Donald Trump ins Weiße Haus haben sich die weltweiten Rahmenbedingungen für die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten verändert. Niedrigere Steuern in den USA gehören ebenso zu den Perspektiven wie höhere (US-) Renditen länger laufender Anleihen, US-Importzölle, ein schwächeres globales Wirtschaftswachstum und die Notwendigkeit Europas, in Verteidigungsfragen auf eigenen Beinen zu stehen. Unter den Rohstoffen sollte der Ölpreis unter einer lahmen Nachfrage und einem üppigen Angebot auf dem Weltmarkt leiden. An unserer Allokation hinsichtlich Aktien (52%), Anleihen (35%), Rohstoffen (7%) und Liquidität (6%) halten wir zwar fest. Allerdings setzen wir innerhalb des Anleihe-segments auf kürzere Laufzeiten bei den US-Staatsanleihen.

An den Aktienmärkten haben sich die Vorzeichen für die „Old Economy“ und kleinere Unternehmen in den USA mit der Aussicht auf Trump aufgehellt, sodass deren Aktienunternehmen – neben dem Tech-Sektor – über merkliches Kurspotenzial auf Jahressicht verfügen dürften. Den zugehörigen Anteil im Musterportfolio haben wir folglich erhöht. In Europa werden sich die Staats- und Regierungschefs in den nächsten Jahren noch stärker mit der eigenen Verteidigungsfähigkeit auseinandersetzen müssen. Denn momentan zeichnet sich weder ein Sinneswandel im Kreml noch eine Fortsetzung der uneingeschränkten Unterstützung im Rahmen der NATO durch das republikanische Washington ab. Folglich sehen wir langfristiges Aufwärtspotenzial für die Aktienkurse europäischer Rüstungskonzerne.

Kursentwicklung seit Auflegung



Quelle: Bloomberg

## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment Crossline

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

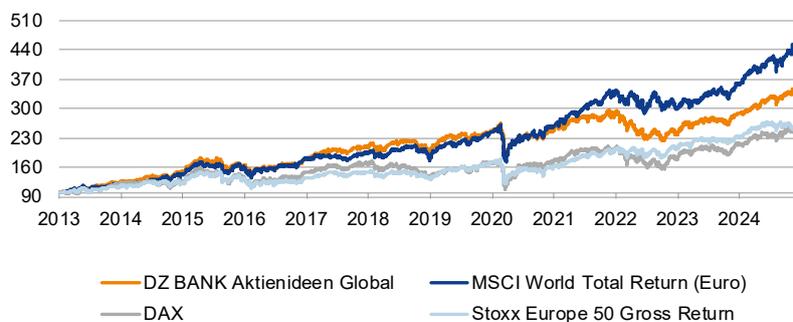
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	22.11.2024	16	291,40	298,10	+2,3%
Commerzbank	19.09.2024	296	15,60	15,12	-3,1%
Fresenius	29.12.2023	142	28,07	33,89	+20,7%
Henkel VZA	18.11.2024	59	79,10	84,60	+7,0%
Hornbach Holding	11.10.2024	54	85,70	85,60	-0,1%
Krones	29.12.2023	35	111,80	121,60	+10,7% (inkl. Dividende)
Munich Re	29.12.2023	10	375,10	500,40	+37,4% (inkl. Dividende)
QIAGEN	17.10.2024	119	39,54	43,71	+10,5%
Vonovia	18.03.2024	169	24,74	30,90	+28,5% (inkl. Dividende)
Adobe	09.04.2024	9	451,50	522,90	+15,8%
Alphabet	09.02.2024	29	138,88	174,64	+26,1% (inkl. Dividende)
Amazon.com	29.12.2023	28	138,60	213,35	+53,9%
Applied Materials	04.10.2024	25	182,76	160,90	-11,8% (inkl. Dividende)
BAE Systems	04.10.2024	304	15,28	14,20	-6,1% (inkl. Dividende)
EssilorLuxottica	26.07.2024	21	207,10	226,60	+9,4%
Holcim	14.05.2024	55	79,90	95,76	+19,8%
Microsoft	05.03.2024	11	369,85	420,80	+14,4% (inkl. Dividende)
Nestlé	22.11.2024	58	82,20	80,60	-1,9%
Safran	19.09.2024	22	209,00	205,90	-1,5%
Société Générale	22.11.2024	185	25,95	26,68	+2,8%
Universal Music Group	26.11.2024	211	22,50	23,54	+4,6%
Veolia Environnement	18.06.2024	156	28,38	28,03	-1,2%

Stand: 11. Dezember 2024

Quellen: LSEG, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 10. Dezember 2024 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 22,3% erzielt und damit nicht ganz so gut abgeschnitten wie der MSCI World Total Return in Euro (28,9%), aber besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (11,1%) und der DAX (21,4%). 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

# Trends in der Bankenwelt

## Experten-Interview

Mit Dirk Elsner, Leiter DZ Innovation Lab, DZ BANK AG

**Friedrich:** Wir im Research beschäftigen uns mit Trends eigentlich immer, in diesem Fall mit solchen, die vielleicht kapitalmarktrelevant sind oder das im Lauf des nächsten Jahres werden. Heute wollen wir ein bisschen über den Tellerrand schauen, welche Trends denn hier in der Bank betrachtet werden. Dirk, Du bist Chef unseres Innovation Labs. Was machst Du eigentlich so?

**Dirk Elsner:** Wir haben bei uns im Innovation-Management ein Team, das sich explizit mit Trends beschäftigt. In unserem Lab selbst beschäftigen wir uns ebenfalls mit Trends, dazu haben wir bestimmte Formate, sogenannte Trend-Labs. Da schauen wir uns mit den Kolleginnen und Kollegen der Bank sowie der genossenschaftlichen Finanzgruppe vertieft spezielle Themen an.

**Friedrich:** Woher bekommt Ihr diese denn? Lest Ihr viel Zeitung, fahrt Ihr in der Weltgeschichte herum? Wie stößt man auf einen Trend?

**Dirk Elsner:** Die Trends werden schon sehr sorgfältig analysiert. Bei uns sind die Trends in der Regel finanzmarktnah, also nicht immer unbedingt diejenigen, die dann vielleicht die Anleger interessieren. Es gibt Bewertungsrunden, wo man schaut, welche der vorherrschenden Entwicklungen relevant ist. Denn nicht jeder Trend, der vielleicht für mich privat von Bedeutung ist, ist auch unbedingt wesentlich für die Bank. Die relevantesten schauen wir uns dann noch mal tiefer an.

**Friedrich:** Und hast Du momentan den Megatrend oder habt Ihr eher eine Handvoll wichtige Dinge, die Ihr betrachtet?

**Dirk Elsner:** Der Megatrend, muss man schon sagen, ist das Thema Künstliche Intelligenz, weil das auch das Bankgeschäft aktuell schon sehr stark beeinflusst, aber auch in Zukunft wahrscheinlich noch viel stärker beeinflussen wird. Insbesondere das Thema Generative KI wird uns weiterhin beschäftigen. Da gibt es eine ganze Menge an Weiterentwicklungen auch in den nächsten Jahren. Tatsächlich beschäftigen wir uns ab Januar mit bestimmten Weiterentwicklungen von Generativer KI. Das ist im Moment so ein Überthema, das sozusagen über allem schwebt.

**Friedrich:** Was gibt es noch? Vielleicht etwas aus dem Finance-Bereich? Betrifft uns das als Bank noch irgendwie stärker?

**Dirk Elsner:** Es gibt ein Thema, mit dem wir uns sehr intensiv beschäftigt haben, und zwar als Bank, und das wird auch die Kunden in Zukunft sehr stark beschäftigen – das Thema Open Finance. Hier wird es voraussichtlich 2025 eine neue Regulierung geben, die uns Banken dazu zwingt – wenn der Kunde das möchte –, dann auch Bankdaten zu teilen und Dritten zur Verfügung zu stellen. Das wird eine ganze Menge an Arbeit für uns bedeuten. Den Kunden wird es vermutlich – so ist der Wille des Gesetzgebers – neue Möglichkeiten für Bankdienstleistungen eröffnen.

**Friedrich:** Mit wem wollt Ihr diese Daten teilen oder was hätte ich als Kunde davon?

**Dirk Elsner:** Am liebsten würden wir die Daten natürlich gar nicht teilen, sondern die Kunden gern selbst beraten. Aber wenn der Kunde zum Beispiel einen Versicherungsvergleich haben möchte, um das gegen seine bestehenden Versicherungen zu benchmarken, dann wird eine Versicherung künftig verpflichtet werden, diese Daten auch zur Verfügung zu stellen. Heute müsste man einen Stapel Papier oder PDFs zur Verfügung stellen; irgendwann in Zukunft, das Jahr steht noch nicht ganz genau fest, wird man das dann auch elektronisch zur Verfügung stellen.

**Friedrich:** Das heißt dann, den berühmten Versicherungsordner muss ich dann nicht mehr mit in die Bankfiliale tragen, das geht dann online.

**Dirk Elsner:** Genau, den musst Du nicht mehr mitnehmen.

**Friedrich:** Du hast gesagt, Generative KI ist ein großer Trend. Gibt es schon das nächste ChatGPT, also das nächste große Ding, das uns wirklich alle beschäftigen wird? Ist das absehbar?

**Dirk Elsner:** In der Bank beschäftigen wir uns ja auch intensiv damit, das zu verproben und zu schauen, wie man damit arbeiten kann. Aber nicht nur mit ChatGPT, sondern auch mit anderen Anwendungen. Und ein Thema, das jetzt so langsam aufkommt, ist sozusagen die Weiterentwicklung: Das nennen wir Large-Action-Models. Das ist eine Weiterentwicklung in der Form, dass diese Systeme künftig auch Handlungen beziehungsweise automatisierte Handlungen vollführen können. Ich wäre da per Stand heute noch ein bisschen skeptisch, dass das im nächsten Jahr funktioniert. Aber wir werden uns das im Trend-Lab im nächsten Jahr anschauen. Es ist nicht ausgeschlossen, dass man in drei oder fünf Jahren Vorgänge automatisiert. Zwar gibt es auch heute schon automatisierte Vorgänge, allerdings steckt da nicht immer zwingend KI dahinter. Aber es gibt dann möglicherweise auch andere Vorgänge, einfache Vorgänge wie Service-Hotlines, die ja heute per Robot oder per KI noch nicht so gut funktionieren, die dann künftig deutlich besser funktionieren. Und bei diesen Large-Action-Models handelt es sich um die Weiterentwicklung zu ChatGPT, die machen dann anschließend was, die lösen Handlung aus, also Aktion, Actions. Per Stand heute, weil es immer noch fehlerhafte Antworten gibt, würde ich das nicht wollen. Aber für ganz spezielle Anwendungsfälle könnte es das geben.

**Friedrich:** Und meinst Du, das betrifft eher den Business-Alltag, also werde ich entlastet, eine Terminvereinbarung zu machen? Oder machen wir dieses Video in fünf Jahren dann über unseren jeweiligen Bot? Oder zielt das eher auf den privaten Bereich, dass mir beispielsweise mein Einkauf abgenommen wird oder irgendwer mir meine Hemden bügelt? Wo muss ich das ansiedeln?

**Dirk Elsner:** Ich glaube, das, was Du jetzt sagst, dass das Video automatisch gedreht werden soll, Texte verfasst werden, zumindest Entwürfe, das gibt es ja alles heute schon. Und was wir sehen, ist, dass die Qualität sich da rasant weiterentwickelt. Sicherlich lasst Ihr Eure Research-Berichte noch nicht durch ChatGPT schreiben, aber vielleicht wird man eines Tages auch mal eine solche Qualität erreichen, dass Ihr sagt: Da können wir jetzt mehr schreiben. Man muss sich aber auch – und das ist immer auch die Diskussion, die wir bei uns in der Bank führen – schon damit beschäftigen, weil einfach nur eine Frage stellen, das funktioniert nicht, sondern es sind ganz viele Dinge zu beachten. Das Prompting ist ein großes Thema. Sonst ist der Frust auch groß. Ich kenne viele Leute, die es einmal ausprobiert haben und sagen: „Da kommt nicht das raus, was ich will“. Und dann arbeiten sie nicht mehr damit. Hier würde ich einfach empfehlen, ein bisschen zu probieren.

**Friedrich:** Das erinnert mich so ein bisschen an Carly Fiorina, die gesagt hat, dass alles, was digitalisiert werden kann, auch irgendwann digitalisiert wird. Insofern ist das sehr spannend. Auf der anderen Seite habe ich gelesen, dass 25% der jungen Amerikaner bereit sind, sich mit einem sogenannten Dumbphone zu beschäftigen, also sich quasi ein Nokia 5110 zu kaufen, um bewusst einen Schritt zurückzutreten – im Grunde ein Telefon zu haben, das nur telefonieren kann. Ist das ein Trend, den wir in anderen Bereichen bei Entwicklungen auch berücksichtigen müssen, dass nicht jeder alles digitalisiert haben will?

**Dirk Elsner:** Ich glaube, den gibt es schon ein bisschen, das sieht man ja auch in anderen Bereichen. Ich will das jetzt nicht De-Digitalisierung nennen, aber es gibt zum Beispiel Kids, die spielen gern mal wieder analoge Brettspiele. Dazu gibt es eine ganz große Spielemesse mit analogen Brettspielen als Gegenstück zur Gamescom. Also, diesen Trend kann man schon sehen. Im Bankgeschäft hingegen befinden wir uns ja eher noch auf dem Weg dahin. Da haben wir ja zum Beispiel bei den Volksbanken noch sehr viele Zweigstellen. Dort geht der Trend im Moment eher dahin, noch mehr digital oder per Smartphone abzuwickeln.

**Friedrich:** Es bleibt auf jeden Fall spannend.



## Vorgezogene Bundestagswahlen Richtungsentscheidend für Deutschland

Daniel Lenz und Christian Arnold, Analysten

**Deutschland steht vor einer richtungsweisenden Bundestagswahl. Laut Umfragen liegen die Unionsparteien vorn, werden aber die SPD oder die Grünen als Koalitionspartner benötigen. Für die neue Regierung könnte der Berg an Aufgaben kaum größer sein, darunter die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes, die Finanzierung entscheidender Zukunftsvisionen sowie die Reform der sozialen Sicherungssysteme.**

Es sind nur noch wenige Tage, bis Bundeskanzler Scholz die Vertrauensfrage im Deutschen Bundestag stellen wird und damit den offiziellen Prozess für vorgezogene Neuwahlen einleitet, die aller Voraussicht nach am 23. Februar abgehalten werden. Die Entscheidung, die die Wählerinnen und Wähler treffen werden, ist womöglich eine der wichtigsten der vergangenen Jahrzehnte. Denn die globale Weltordnung wird zunehmend aus den Angeln gehoben: Multilaterale Absprachen und Lösungen gestalten sich immer schwieriger, Regionalismus und Protektionismus scheinen mehr denn je das Gebot der Stunde zu sein. Zudem befindet sich Deutschland seit Beginn der Corona-Pandemie inmitten einer strukturellen Wachstumskrise, deren Auswirkungen zuletzt auch vermehrt am Kapitalmarkt spürbar waren: Hier gelten Bundesanleihen zwar immer noch als sicherer Hafen, aber Investoren blickten zuletzt deutlich skeptischer auf Papiere des deutschen Staates und verlangten zuletzt höhere Risikoaufschläge.

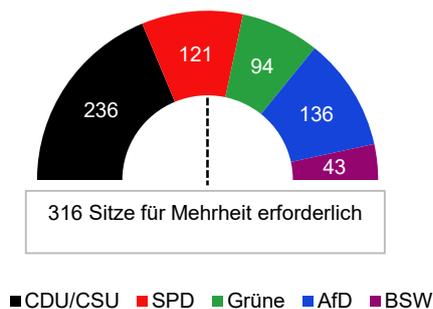
Eine neue Regierung steht vor immensen Herausforderungen und muss in der Lage sein, dringliche Fragen beantworten – und dabei möglicherweise auch über den eigenen parteipolitischen Schatten springen – zu können: Welche Rolle nimmt Deutschland (und die EU) in einer sich verschiebenden Weltordnung ein? Welche Impulse gilt es zu setzen, um die Wirtschaft zu stärken und wieder auf einen nachhaltigen Wachstumskurs zu bringen? Wie geht es weiter mit dem Spagat zwischen einer soliden Fiskalpolitik und einem vorhandenen Bedarf an staatlichen Investitionen?

### Umfragewerte deuten derzeit auf eine unionsgeführte Große Koalition hin

Mit Blick auf die aktuellen Umfragewerte wähnt die Bevölkerung insbesondere die CDU/CSU in der Lage, Antworten auf diese Fragen zu liefern. So bewegen sich die jüngsten Zustimmungswerte im Bereich von 30% bis 34%, die der Unionspartei damit rund 236 Sitze des zukünftig 630 Sitze umfassenden Parlaments sichern würden. Die zukünftige

Begrenzung des Parlaments auf eben diese Maximalanzahl von 630 Sitzen entstammt einer Wahlrechtsreform der Ampelregierung, die dem zuletzt stetigen Anwachsen des Deutschen Bundestages Einhalt gebieten soll. Erreicht wird diese Verkleinerung, indem die Ausgleichs- und Überhangmandate wegfallen. Diese Mandate kamen in der Vergangenheit immer dann zum Einsatz, wenn eine Partei mehr Direktmandate über die Erststimme erlangt, als ihr gemäß dem erlangten Anteil per Zweitstimme zustünden. Somit stärkt die Wahlrechtsreform die Relevanz der Zweitstimme, indem ein Direktkandidat aus der Erststimme nur dann die Mandatzuteilung erhält, wenn dieses durch die Zweitstimme gedeckt ist.

**Der Deutsche Bundestag wird künftig auf 630 Sitze reduziert**  
Sitzverteilung auf der Basis der aktuellsten Wahlumfragen



Quellen: DAWUM – Darstellung und Auswertung von Wahlumfragen, DZ BANK (Stand: 09.12.2024)

Die Geschehnisse des Landes könnten bald wieder von einer „GroKo“ geleitet werden. Auch wenn die in den Umfrageresultaten zuletzt stark gebeutelte SPD bald nur noch rund 121 Mandate im Parlament erringen könnte (aktuell: 207), scheint eine Koalition aus CDU/CSU und SPD derzeit am wahrscheinlichsten. Zwar würde auch eine Koalition aus CDU/CSU und Grünen auf eine entsprechende Mehrheit kommen, doch dürfte bei schwarz-rot insgesamt eine größere inhaltliche Schnittmenge vorliegen. Zudem zeigt sich eine GroKo im Vergleich zu schwarz-grün als „robuster“: Denn hier wäre eine Mehrheit auch dann gegeben, sollten es FDP und die Linke doch in den Bundestag schaffen – ganz gleich, ob sie die 5%-Hürde noch nehmen oder über die Grundmandatsklausel einziehen.

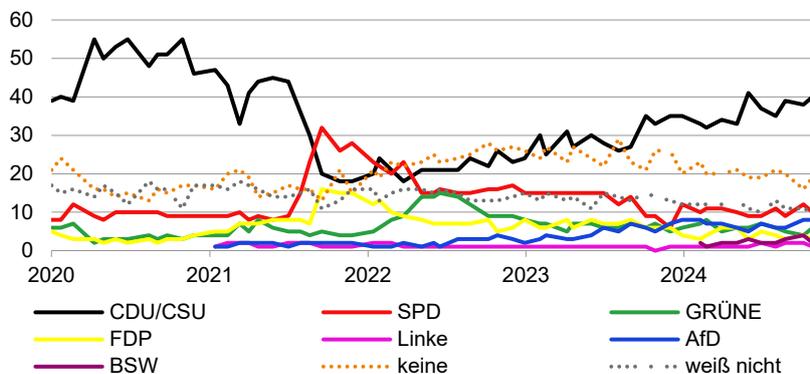
### Wirtschaftslage – das scheinbar dringlichste Problem

Besonders große Beachtung im bevorstehenden Wahlkampf dürfte die Wachstumsschwäche der deutschen Wirtschaft einnehmen. Jüngst haben sich die Umfrageresultate der Forschungsgruppe Wahlen mit Blick auf die Frage nach den dringlichsten Problemen in Deutschland zugunsten der Wirtschaftslage verschoben und damit das Thema Migration und Integration an der Spitze verdrängt. In der breiten Bevölkerung ist längst die Erkenntnis gereift, dass Deutschland im (EWU-)Wachstumsvergleich mittlerweile nur noch die hinteren Plätze belegt. Die Wachstumsschwäche dürfte auch ein Grund für die wiedererstarbten Umfrageresultate der CDU/CSU sein. Denn der Union wird gemeinhin die höchste Kompetenz mit Blick auf wirtschaftliche Themen zugeschrieben, die hierbei jüngst den Abstand zu den anderen Parteien deutlich ausbauen konnte. Auch hinsichtlich der Schaffung neuer Arbeitsplätze und der Sicherung von Renten – ebenfalls Themen, die gesellschaftlich (derzeit) hoch im Kurs stehen – gilt die Union als besonders sachkundig.

Nun liegt der Patient „Bundesrepublik Deutschland“ – dessen Patientenakte immer noch nicht digital ist – auf der Intensivstation und braucht dringend medizinische Versorgung. Grundsätzlich ist bei Überlegungen zu geeigneten wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Überwindung der wirtschaftlichen Strukturschwäche sowohl eine kurz- als auch eine langfristige Agenda erforderlich. Kurzfristig würde eine Absenkung der Unternehmenssteuer Unternehmen in Zeiten einer schwachen Konjunktur finanzielle Spielräume für Investitionen eröffnen. In puncto Steuerlast rangiert Deutschland im internationalen Vergleich ohnehin stets auf einem der vorderen Plätze. Zusätzlich könnte der Einsatz von Moratorien dazu dienen, zusätzlichen bürokratische Anforderungen Einhalt zu gebieten und den Unternehmen hierdurch weitere finanzielle Aufwände zu ersparen. Allerdings müsste der Bürokratieabbau deutlich schneller vorankommen, so beispielsweise im Bereich der Unternehmensgründung. Hier gehen der Bundesrepublik erhebliche Wachstumspotenziale verloren, da die Rahmenbedingungen im internationalen Vergleich ungünstig sind – vom formalen Akt der Gründung bis hin zur Finanzierung. Zur mittel- und langfristigen Stärkung des Investitionsstandorts Deutschlands bedarf es ferner Investitionen in Infrastruktur und Digitalisierung. Erforderlich ist zudem eine Reform der gesetzlichen Rentenversicherung, die

angesichts des demografischen Wandels in ihrer jetzigen Form finanziell nicht mehr tragbar ist. Letzteres führt auch zu einer erheblichen Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung, der im Rahmen eines vernünftigen Fachkräfteeinwanderungsgesetzes entgegengesteuert werden könnte. Die Möglichkeiten für eine medikamentöse Behandlung des Patienten sind somit vielschichtig. Jetzt braucht es noch das ärztliche Fachpersonal, das dem Patienten diese verabreicht.

**CDU/CSU wird die größte Kompetenz bei wirtschaftlichen Themen zugeschrieben**  
 Frage: Welche Partei kann ihrer Meinung nach am besten die momentanen wirtschaftlichen Probleme in Deutschland lösen (Angaben in %)?

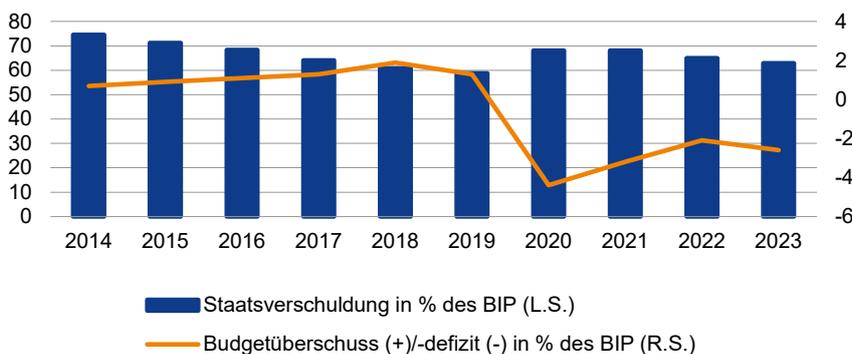


Quellen: Forschungsgruppe Wahlen: Politbarometer, DZ BANK

### Die Schuldenbremse – eine Reform ist kein Allheilmittel

Eine gute medizinische Behandlung ist nicht kostenlos. Insbesondere die Aufwendungen für die digitale Transformation sowie die Erneuerung der Infrastruktur werden große Summen verschlingen und haben eine Diskussion um eine Reform der Schuldenbremse ausgelöst. Während die FDP an dieser in ihrer jetzigen Form unbedingt festhalten wollte, zeigen sich Teile der Unionsparteien verhandlungsbereit. Insbesondere die fehlende Möglichkeit der Bundesländer, sich neu zu verschulden, wird auch in konservativen Kreisen als überholt angesehen. Eine Lockerung der Schuldenbremse könnte helfen, die notwendigen Finanzmittel für Zukunftsinvestitionen bereitzustellen. Ein Allheilmittel zur Lösung vor allem der strukturellen Schwächen wäre eine Lockerung der Schuldenbremse jedoch nicht. Im Gegenteil. Die Erfahrung aus anderen europäischen Staaten zeigt, dass Regierungen allzu häufig versucht sind, strukturelle Wachstumsschwächen durch schuldenfinanzierte konsumtive Ausgabenprogramme auszugleichen. Trotz der negativen Folgen für die Staatsfinanzen und ihre langfristige Schuldentragfähigkeit ist der politische Widerstand gegen Reformen und fiskalische Einschnitte oft deutlich größer als gegen eine höhere Neuverschuldung. Umso mehr wird es darauf ankommen, etwaige höhere Schulden ausschließlich für Investitionen zur Stärkung des Potenzialwachstums zu verwenden. Die Struktur-reformen einschließlich der Überprüfung konsumtiver Ausgaben und Subventionen sollten deswegen nicht hintenangestellt werden.

**Fiskalisch ist Deutschland weiterhin solide aufgestellt**  
 Staatsverschuldung und Budgetüberschuss/-Defizit in % des BIP

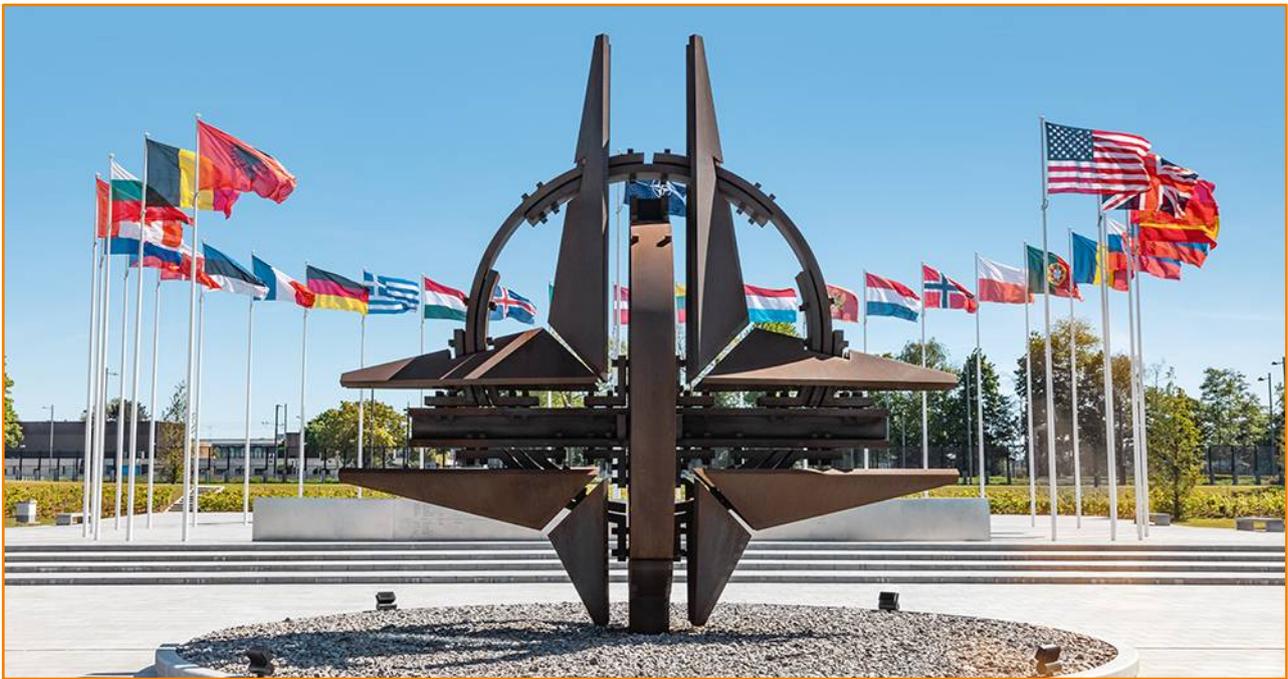


Quellen: Eurostat, DZ BANK

---

### **An einem Strang ziehen!**

Deutschland steht vor einer richtungsweisenden Bundestagswahl. Zur Mitte des Jahrzehntes sind umfangreiche Strukturreformen und Zukunftsinvestitionen dringend notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes wiederherzustellen und den Wohlstand zu sichern. Auf Basis der jetzigen Umfragen dürfte die Hauptverantwortung bei der Union liegen, die aller Voraussicht den Kanzler in einer Koalitionsregierung stellen wird. Kommt es wie zu Zeiten von Bundeskanzlerin Merkel zu einer Großen Koalition mit der SPD, wird es darauf ankommen, dass sich beide Seiten nicht mit dem kleinsten gemeinsamen Nenner zufriedengeben und auch politisch schwierige Baustellen angehen. Der vielfach geforderte zusätzliche fiskalische Spielraum durch die Reform der Schuldenbremse sollte ausschließlich für zentrale Zukunftsinvestitionen genutzt werden, wohingegen konsumtive Ausgaben und Subventionen auf den Prüfstand gehören. Die nicht abreißenden Negativmeldungen aus der Wirtschaft einerseits und das Erstarren der politischen Ränder andererseits zeigen, dass wir richtungsweisende Jahre vor uns haben und die Verantwortung für die neue Bundesregierung kaum größer sein könnte.



## **Deutschlands Verteidigungspolitik Zwischen geopolitischen Spannungen und transatlantischen Beziehungen**

Holger Schmidt und Peter Spengler, Analysten  
Kian Drexhage, Support

**In einer von Unsicherheit und geopolitischen Spannungen geprägten Welt steht Deutschland vor der Herausforderung, seine Verteidigungsfähigkeit zu stärken. Dabei spielt die Einbindung in die NATO und die Europäische Union eine wichtige Rolle. Gleichzeitig strebt Deutschland danach, das Ziel von mindestens 2% des BIP für Verteidigungsausgaben nachhaltig zu erreichen. Kann dies gelingen?**

Seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Februar 2022 hat sich die Sicherheitslage Deutschlands und Europas verändert. Zur Unterstützung der Ukraine sind die NATO-Staaten wieder enger zusammengedrückt. Erste Maßnahmen zur Erhöhung der Verteidigungsfähigkeit wurden eingeleitet. Vor dem Hintergrund, dass Russland auf Kriegswirtschaft umgestellt hat und gleichzeitig Trump die Beistandspflicht der NATO in Frage stellt, besteht Handlungsbedarf.

### **Deutschland und Europa auf dem Weg zu mehr Verteidigungsfähigkeit**

Als Reaktion auf den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine hat Deutschland ein gesteigertes Interesse daran, seine Verteidigungsfähigkeit zu stärken, unabhängiger von den USA zu werden und gleichzeitig die transatlantischen Beziehungen zu verbessern. Deutschland ist dabei in die NATO und die Europäische Union als strategische Sicherheitspartnerschaften eingebunden. Im Rahmen der Gesamtverteidigung hat die Bundesregierung der NATO bestimmte Fähigkeiten zugesagt, die sich sowohl auf die Zahl der Truppen als auch auf das militärische Gerät beziehen. Der Nordatlantikvertrag (NATO) wie der EU-Vertrag enthalten militärische Beistandsverpflichtungen, die im Bündnisfall wirksam werden. Aufgrund seiner zentralen geografischen Lage hat Deutschland eine besondere Bedeutung für die Truppenbewegungen der Partnernationen: In der Mitte Europas ist es Aufgabe der Bundeswehr, die Bündnispartner bei Truppenbewegungen nach und durch Deutschland zu unterstützen.

Infolge des russischen Angriffs auf die Ukraine verabschiedete die EU im Mai 2022 das Gesetz über die gemeinsame Beschaffung von Rüstungsgütern (EDIRPA – European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act), um die europäische Verteidigungsindustrie zu stärken. Im Sommer 2023 wurden das „Notfall“-Instrument von

EDIRPA eingeführt und 500 Mio. Euro für den „Act in Support of Ammunition Production – ASAP“ bereitgestellt. Mit diesem Gesetz sollen Engpässe bei der Verfügbarkeit von Munition und Flugkörpern ausgeglichen werden. Im März 2024 legte die Europäische Kommission die erste Strategie für die Verteidigungsindustrie auf EU-Ebene (EDIS) vor. Ziel des zunächst mit 1,5 Mrd. Euro ausgestatteten Investitionsprogramms ist, dass die EU-Mitgliedstaaten bis 2030 mindestens 50% ihrer Rüstungsgüter auf dem europäischen Binnenmarkt beschaffen. Diese Strategie soll die Wettbewerbsfähigkeit und Einsatzbereitschaft der europäischen Verteidigungsindustrie stärken und die Abhängigkeit von externen Lieferanten verringern. Das EDIS-Programm der EU ist ein Kompromiss zwischen der Position Frankreichs und vor allem der französischen Rüstungsindustrie, künftig alle Rüstungsgüter nur noch in der EU zu beschaffen, also „Buy European“, und dafür ein über Eurobonds schuldenfinanziertes Rüstungsprogramm in Höhe von 100 Mrd. Euro aufzulegen. Deutschland und andere Mitgliedstaaten wollten dies nicht mittragen und forderten lediglich den Ausbau der eigenen Rüstungskapazitäten in Eigenregie.

Darüber hinaus strebt die EU an, bis 2030 mindestens 40% der Rüstungsgüter gemeinsam zu beschaffen. Die dadurch entstehenden Skaleneffekte sollen es auch kleineren Nationen ermöglichen, durch insgesamt größere Stückzahlen günstigere Preise zu erzielen. Aber auch große Nationen wie Deutschland können so bessere Konditionen aushandeln, während die Rüstungsunternehmen Planungssicherheit erhalten. So hat der Bundestag am 3. Juli 2024 eine Option über 105 Kampfpanzer Leopard 2 A8 beschlossen, an der sich auch andere Nationen beteiligen können. Gebrauch von dieser Option machen bisher Tschechien, Litauen, Schweden, Kroatien und die Niederlande.

Im Zuge der Neuwahlen in Deutschland am 23. Februar 2025 mit einem möglichen Regierungswechsel und nach dem Amtsantritt von Donald Trump am 20. Januar 2025 erwarten wir von deutscher Seite positive Impulse für die transatlantische Partnerschaft. Gleichzeitig wird die Trump-Administration von der neuen Bundesregierung mit mehr Nachdruck die Einhaltung des 2%-Ziels der NATO und höhere Rüstungsimporte aus den USA einfordern.

### **2%-Ziel der NATO bleibt herausfordernd für Deutschland**

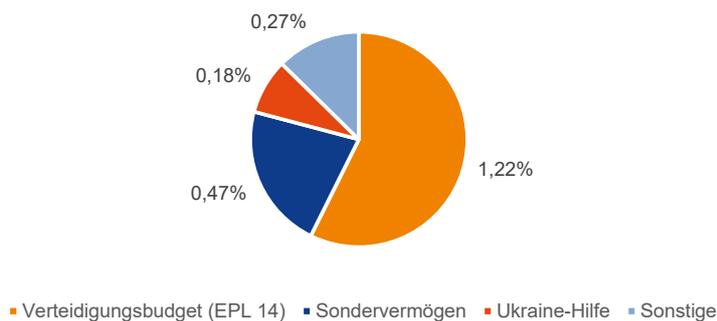
Nach dem Beginn des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine hat Bundeskanzler Olaf Scholz im Februar 2022 eine einmalige Sonderfinanzierung der Bundeswehr in Höhe von 100 Mrd. Euro angekündigt und im Bundestag beschlossen. Zudem bekräftigte die Bundesregierung, das 2%-Ziel Jahr für Jahr zu erreichen. Mithilfe des Sondervermögens sollen über einen Zeitraum von maximal fünf Jahren im mehrjährigen Durchschnitt 2% des Bruttoinlandsprodukts für Verteidigungsausgaben nach NATO-Kriterien bereitgestellt werden. Durch eine Änderung im Grundgesetz wurde der schuldenfinanzierte Schattenhaushalt von der Kreditobergrenze der Schuldenbremse ausgenommen. Seit dem Vilnius-Gipfel 2023 ist der Wert von 2,0% des Bruttoinlandsprodukts als verbindliche Untergrenze für Verteidigungsausgaben für alle NATO-Mitglieder definiert. Bislang waren die Ansätze zur Erreichung dieses Wertes in Deutschland eher mäßig.

### **Exkurs: Wie ist das 2,0%-Ziel der NATO definiert?**

Die an die NATO zu meldenden Verteidigungsausgaben setzen sich für 2024 aus folgenden vier Elementen zusammen:

1. Der Verteidigungshaushalt (Einzelplan 14, kurz: EPL 14) umfasst über 52 Mrd. Euro (2023: 50 Mrd. Euro)
2. Der Anteil des Sondervermögens Bundeswehr beträgt 19,8 Mrd. Euro (2023: 8,4 Mrd. Euro, einschließlich 520 Mio. Euro für Ersatzbeschaffungen, die aus Bundeswehrbeständen an die Ukraine abgegeben wurden. Damit werden die Ersatzbeschaffungen doppelt gerechnet.)
3. Ukraine-Hilfe: 7,5 Mrd. Euro (2023: 2,0 Mrd. Euro)
4. Hinzu kommt eine nicht erklärte Differenz (Sonstige) aus anderen Ressorts wie möglicherweise Entwicklungshilfe oder Straßenbau in Höhe von 11,4 Mrd. Euro (2023: 5,9 Mrd. Euro)

**Deutschland erreicht 2024 mit 2,1% das Nato-Ziel**  
 in % vom BIP (real, zu Preisen von 2015)



Quellen: BMVG, IW Köln

Sowohl die ungeklärte (hohe) Differenz (Sonstige) als auch die Einbeziehung der Ukraine-Hilfe und insbesondere die Doppelzählung der Ersatzbeschaffungen sehen wir kritisch. Damit kommt der Bundeswehr insgesamt ein geringerer Beitrag zur Stärkung der Verteidigungsfähigkeiten zugute als ausgewiesen. Auch wenn es nach der offiziellen Berechnung legitim ist, die Ukraine-Hilfe auf das NATO-Ziel anzurechnen, hat dies keine Auswirkungen auf die Verteidigungsfähigkeit der Bundeswehr. Nach den Berechnungen der Bundesregierung belaufen sich die gesamten Verteidigungsausgaben auf 90,7 Mrd. Euro, sodass im Jahr 2024 das NATO-Ziel von 2,1% des deutschen Bruttoinlandsprodukts erreicht wird; 2023 waren es nur 1,6%. Durch die Zinswirkung der Kredite reduziert sich das tatsächlich verfügbare Sondervermögen von 100 Mrd. Euro auf voraussichtlich 87 Mrd. Euro. Die Ausgaben mit Bindungsstand 30. April 2024 belaufen sich einschließlich Zinsreserve bereits auf 86,6 Mrd. Euro (19. Rüstungsbericht 2024). Das bedeutet, dass von den 100 Mrd. Euro bereits 87 Mrd. Euro für Rüstungsprojekte verplant sind. In diesen 87 Mrd. Euro sind bereits Zinsen in Höhe von 13 Mrd. Euro berücksichtigt. Für neue Projekte stehen also noch 13 Mrd. Euro zur Verfügung. Der Entwurf für den Bundeshaushalt 2025 und der Finanzplan bis 2027 sehen einen Verteidigungshaushalt (Einzelplan 14) von jährlich 53 Mrd. Euro vor. Für 2028, wenn das Sondervermögen aufgebraucht sein wird, sieht der Finanzplan dann einen Sprung auf 80 Mrd. Euro vor. Wie dieser Sprung finanziert werden soll und ob das Sondervermögen bis 2027 ausreicht, ist unklar.

**Deutsche Finanzplanung für Verteidigung bis 2028e**  
 in Mrd. Euro / NATO-Ziel 2% vom BIP (real)



Quellen: BMVg, IW Köln, DZ BANK

Ebenfalls noch ungeklärt ist, wie bereits beschlossene Projekte beziehungsweise notwendige Bedarfe, die nicht aus dem Sondervermögen oder dem laufenden Haushalt (Einzelplan 14) gedeckt werden, finanziert werden sollen. Nachfolgend einige Beispiele für Projekte, die bis 2034 umgesetzt werden sollen:

- 105 Kampfpanzer Leopard 2 A8 für 2,2 Mrd. Euro
- 4 zusätzliche U-Boote 212 CD: 4,7 Mrd. bis 7,1 Mrd. Euro
- 6 Fregatten 127: 10 Mrd. Euro
- Munition für mindestens 20 Mrd. bis 30 Mrd. Euro (bis 2031)

### **Möglichkeiten, die Finanzierungslücke zu schließen**

Die bevorstehende Neuwahl des Bundestages im Februar 2025 wird voraussichtlich zu Veränderungen im Bundeshaushalt führen, die auch die Verteidigungsausgaben betreffen. So setzen SPD, Grüne und Linke eher auf zusätzliche Schulden und Steuererhöhungen (z.B. Spitzensteuersatz, Vermögensteuer) sowie eine weitere Anrechnung anderer Ausgaben wie Entwicklungshilfe auf den Verteidigungshaushalt. Dagegen sehen die CDU/CSU-Fraktion und die FDP Einspar- sowie Umverteilungspotenziale bei den Sozialausgaben und der Industriepolitik sowie Mehreinnahmen aus der konjunkturellen Erholung. Zur Deckung der notwendigen Verteidigungsausgaben könnten neben Umschichtungen im Haushalt auch die Förderung privater Investitionen in die Rüstungsindustrie beitragen. Bisher sind private Investitionen aufgrund von Nachhaltigkeits- oder ESG-Kriterien (Ausschluss von Rüstungsgütern bei Investmentfonds und Krediten) nur eingeschränkt möglich. Um künftig Privatinvestitionen zu stärken und damit die mittlerweile verstärkten Anstrengungen der NATO-Länder zu flankieren, könnte auch eine Anpassung dieser ESG-Kriterien hilfreich sein.

In der kürzlich verabschiedeten Nationalen Sicherheits- und Verteidigungsindustriestrategie verweist die noch amtierende Bundesregierung auf die Notwendigkeit, die Anforderungen der Zeitenwende mit der Signalwirkung von Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Kriterien (ESG-Kriterien) in Einklang zu bringen. Aufgrund unterschiedlicher Selbstverpflichtungen von Finanzinstituten beziehungsweise Emittenten von Finanzprodukten bestehen hier noch Herausforderungen. Ein verbesserter Zugang zu Krediten und kapitalmarktbasierter Finanzierungen für Unternehmen der Sicherheits- und Verteidigungsindustrie ist eine Grundvoraussetzung, um flexibel auf die steigende Nachfrage reagieren zu können.

Denkbar wäre auch eine Anpassung der Schuldenbremse zur Finanzierung von Verteidigungsausgaben beziehungsweise Investitionen in Rüstungsgüter, um die zusätzlichen 20 Mrd. bis 30 Mrd. Euro pro Jahr zu finanzieren. Dazu könnte auch ein neues Sondervermögen gehören, das faktisch ein schuldenfinanzierter Schattenhaushalt ist, der von der Schuldenbremse ausgenommen ist.

Mit Blick auf die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten würde eine Verfehlung des 2%-NATO-Ziels erhebliche sicherheitspolitische Risiken für Deutschland mit sich bringen. Auch muss der Eindruck ausgeräumt werden, das Ziel solle nur durch die genannten Buchungstricks erreicht werden. Nur eine nachhaltige Finanzierung der Bundeswehr gewährleistet die Verteidigungsfähigkeit und die Sicherung des transatlantischen Bündnisses. Die Unsicherheit über die künftige Außen- und Sicherheitspolitik der USA unter Präsident Trump könnte Deutschland vor neue Herausforderungen stellen. Daher muss sich Deutschland – wie alle europäischen NATO-Staaten – auf eine mögliche Abkehr von den traditionellen transatlantischen Sicherheitsgarantien vorbereiten. Unabhängig davon müssen viele europäische NATO-Staaten ihre Verteidigungsfähigkeiten stärken, um den NATO-Zielen Rechnung zu tragen und im Sinne einer notwendigen eigenen Verteidigungsfähigkeit zu handeln.

### **Krieg in der Ukraine – Eskalation oder neue diplomatische Initiative der US-Regierung**

Zu Trumps Ankündigung, nach seinem Amtsantritt den Krieg in der Ukraine zu beenden, liegen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung lediglich Hinweise auf eine Festschreibung des Status quo vor. So könnte Trump versuchen, die finanzielle und militärische Unterstützung für die Ukraine zu reduzieren, was erhebliche Mehrkosten für die europäischen NATO-Staaten bedeuten würde. Bislang erhielt die Ukraine von Europa 102 Mrd. Euro und von den USA 74 Mrd. Euro an Unterstützung; bilateral hat Deutschland der Ukraine bisher rund 37 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt. Das Gespräch vom 5. November 2024 zwischen Präsident Trump, Volodymyr Selenskyj und Elon Musk könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Ukraine weiterhin auf die Satelliten von SpaceX zählen kann, die für das Land von entscheidender militärischer Bedeutung sind. Nach Informationen der Washington Post soll der künftige US-Präsident auch Putin vor einer Eskalation des Angriffskrieges gegen die Ukraine gewarnt haben, allerdings bestreitet der Kreml diese Gespräche. Derzeit scheinen die Kriegsparteien ihre Anstrengungen auf dem Schlachtfeld zu intensivieren, sodass von der von Donald Trump geforderten Deeskalation noch keine Rede sein kann.

Möglicherweise gelingt dies mit dem von Generalleutnant Joseph Kellogg – künftig Sondergesandter für die Ukraine und Russland – ausgearbeiteten Plan zur Beendigung des Krieges. Dessen Kernpunkte sind, die Frontlinien auf den aktuellen Positionen einzufrieren und die beiden Kriegsparteien – Kiew und Moskau – an den Verhandlungstisch zu zwingen. Neben der vorläufigen Festschreibung der gegenwärtigen Frontlinien würde dies auch das Ende der Bestrebungen der Ukraine nach einer NATO-Mitgliedschaft bedeuten. Gleichzeitig beinhaltet der Plan eine Drohung der USA an Russland, wonach eine mögliche russische Ablehnung von Friedensgesprächen zu einer verstärkten Unterstützung der Ukraine führen würde. Im Umkehrschluss besteht aber die Gefahr, dass Putins Russland durch einen Friedensschluss Zeit gewinnt, um weiter aufzurüsten und weitere Gebiete in der Ukraine oder im Baltikum zu erobern. Der designierte Präsident Trump scheint ein Interesse daran zu haben, dass die Hauptverantwortung für die Abschreckung gegenüber Russland

auf die europäischen NATO-Staaten übergeht. Dies würde bedeuten, dass eine geringere US-Präsenz in Europa vor allem Deutschland und andere große europäische Staaten dazu zwingen würde, ihre Verteidigungsausgaben deutlich über das derzeit vereinbarte Ziel von mindestens 2% des Bruttoinlandsprodukts zu erhöhen, um die militärischen Fähigkeiten der USA in Europa zu übernehmen.

**Deutsche Verteidigungsausgaben: Bereits bei einem 2,5%-Ziel entsteht eine zusätzliche Deckungslücke von 20 Mrd. Euro p.a.**  
In Mrd. Euro



Quellen: BMVg, DZ BANK

### Regierung Trump, internationale Krisen und Herausforderungen

So wie Donald Trump sich in Europa und in der Ukraine militärisch und finanziell weniger engagieren will als die Biden-Administration, gibt es auch Aussagen, dass er Druck auf andere Länder wie den Iran, China und Taiwan ausüben will. Wie in seiner letzten Amtszeit könnte er Israel im Konflikt mit dem Iran freie Hand lassen. Zudem hat Trump eine aggressivere Haltung der USA gegenüber dem Iran angedeutet. Handelspolitisch hat Trump China bereits mit Importzöllen von 60% gedroht. Im Falle einer Invasion Taiwans könnten die Zölle laut Wall Street Journal auf 150% bis 200% steigen. Erstaunlicherweise steht die chinesische Regierung Trump derzeit eher positiv gegenüber. Sei es, weil man in ihm einen starken Verhandlungspartner sieht, sei es, weil man ihn zu bilateralen Deals bewegen will. Da Trump bisher zwar Wert auf ein starkes Militär zur Abschreckung, nicht aber auf eine Beteiligung an kriegerischen Auseinandersetzungen gelegt hat, fordert er auch von Taiwan höhere Militärausgaben, die für den Kauf amerikanischer Waffen verwendet werden sollen. Auf eine konkrete Zusicherung, Taiwan im Falle eines chinesischen Angriffs zu verteidigen, hat Trump bisher verzichtet.

### Klar und ausgewogen muss es sein

Im Zuge der Neuwahlen in Deutschland am 23. Februar 2025 mit einem möglichen Regierungswechsel und dem Amtsantritt des gewählten Präsidenten Trump am 20. Januar 2025 erwarten wir neue Impulse für die transatlantischen Partnerschaft. Die Stärkung der Verteidigungsfähigkeit Deutschlands und die Erreichung des 2%-Ziels für Verteidigungsausgaben sind von großer Bedeutung angesichts der geopolitischen Spannungen und Unsicherheiten. Deutschland strebt eine größere Verantwortung in der NATO an, was eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben erfordert. Die EU-Maßnahmen zur Stärkung der europäischen Verteidigungsindustrie sind ein wichtiger Schritt, aber die nachhaltige Finanzierung bleibt eine Herausforderung. Die politischen Entwicklungen in Deutschland und den USA könnten die Verteidigungspolitik und die transatlantischen Beziehungen weiter beeinflussen. Eine klare Strategie und eine ausgewogene Finanzierung sind erforderlich, um die Sicherheit und Stabilität in Europa zu gewährleisten.



## Chancen und Risiken 2025 Ein Jahr voller „E“ und „H“

Sören Hettler, Analyst

**Ein neues Jahr bringt sowohl neue Erfolgsaussichten als auch Herausforderungen mit sich. Einige von ihnen sind zwar wenig greifbar oder gelten als unwahrscheinlich, können aber zugleich wesentlichen Einfluss auf die Finanzmärkte ausüben.**

Das Jahr 2024 hielt zahlreiche Überraschungen bereit, darunter negative und erfreuliche. Dies dürfte 2025 nicht anders werden. Einige mögliche Entwicklungen sind zwar bekannt, sie schaffen es aber mangels Greifbarkeit oder einer zu geringen Eintrittswahrscheinlichkeit nicht in die Prognosen der Hauptszenarien. An ihren potenziell bedeutenden Auswirkungen ändert dies nichts. Die folgende Liste an Chancen („E“) und Risiken („H“) erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie soll vielmehr für die Tragweite einzelner Entwicklungen sensibilisieren, sei es auf geo- und wirtschaftspolitischer Ebene oder mit Blick auf die Finanzmärkte.

### Risiken – die sechs Herausforderungen „H“

- **Hostilität – Feindseligkeiten auf militärischer Ebene eskalieren weiter:** Eine Ausweitung des Ukrainekrieges sowie eine weitere Eskalation des Nahost-Konflikts könnten zu deutlich höheren Energiepreisen und einer anhaltend erhöhten Verunsicherung an den Finanzmärkten führen.
- **Herrschaftsanspruch Pekings gegenüber Taiwan:** Eine zwangsweise Annexion der Inselrepublik durch Peking würde die Schutzmacht USA auf den Plan rufen und eine direkte Konfrontation zweier militärischer Großmächte in der Region nach sich ziehen.
- **Handelskonflikt mit globalem Ausmaß:** Um die globalen Handelsbeziehungen steht es nicht erst seit dem Wahlsieg Trumps alles andere als gut. Eine Spirale aus Zöllen und Gegenzöllen würde mit einer massiven Beschleunigung der De-Globalisierung und einem erheblichen Wohlstandsverlust einhergehen.

- **Haushaltsdefizite im Fokus – globaler Anker für die Finanzmärkte in Gefahr:** Eine weiter nachlassende Kreditwürdigkeit der USA dürfte nicht nur einen deutlichen Renditeanstieg an den US-Rentenmärkten, sondern auf globaler Ebene nach sich ziehen und eine zusätzliche Bürde für die ohnehin angeschlagene Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft darstellen.
- **Hängepartie nach Bundestagswahl im Kern Europas:** Für die wirtschaftlichen und politischen Perspektiven Deutschlands und des Euroraums wären weitere Jahre ohne klare Linie und Vorgaben bei den Rahmenbedingungen aus Berlin alles andere als wünschenswert.
- **Hoffnungen über Siegeszug Künstlicher Intelligenz lösen sich in Luft auf:** Nachhaltig aufkeimende Zweifel am langfristigen Siegeszug Künstlicher Intelligenz können einen deutlichen Kurseinbruch an den weltweiten Aktienmärkten nach sich ziehen. Insbesondere in den USA würde der für die Konjunktur wichtige Konsum wohl spürbar beeinträchtigt.

#### Chancen 2025 – die vier Erfolgsaussichten „E“

- **Einigkeit – Mitglieder der Europäischen Union ziehen an einem Strang:** Eine starke EU-Familie aus Kommission, Parlament sowie Staats- und Regierungschefs könnte bedeutende Hemmnisse für die Wirtschaft zurückdrängen, wodurch unter anderem die Investitionsbereitschaft begünstigt würde.
- **Eifer bei Reformen – Bundesregierung geht zentrale Punkte an:** Um der deutschen Wirtschaft Schwung zu verleihen, bedarf es unter anderem Investitionen in Infrastruktur, Digitalisierung, Bildung und E-Mobilität – im besten Fall in einer Kombination aus staatlichen und privaten Geldern.
- **Einkaufstour – deutsche Verbraucher geben Zurückhaltung auf:** Eine Aufhellung der Konsumlaune hat das Potenzial, der deutschen Wirtschaft Aufwind zu geben. Geht es nach der Sparquote der letzten Jahre, sollten ausreichend Ersparnisse zur Finanzierung vorhanden sein.
- **Erfolgsrezept – China findet den Schlüssel zu massiver Konjunkturerholung:** Einige Beobachter setzen darauf, dass Peking zeitnah Schritte in Richtung tiefergehender Strukturreformen unternimmt. Dies könnte den Binnenkonsum anschieben, sodass dieser (wieder) Zugkraft für die globale Wirtschaft entwickelt.

Eine ausführliche Beschreibung der Chancen und Risiken finden Sie in unserer Publikation [HIER](#).



## Vorwärts in die Vergangenheit?

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.**

Wie Sie sich denken können, hat Diogenes ja sehr viel Geschichte erlebt. Deshalb bildet er sich manchmal ein, in langen Zusammenhängen denken zu können. Er erinnert sich sogar gerne an Jahrhunderte, in denen herzlich wenig passierte, denn dann hatte er viel Zeit zum Philosophieren. In den letzten 400 Jahren wurde es aber wieder interessant, es kam mehr Bewegung in die Sache, und Diogenes wurde zum Nebenerwerbsphilosophen. Er hat den Fortschritt lieben gelernt, durfte und musste viel Neues lernen, und nicht zuletzt hat sich sein Lebensstandard stark verbessert.

Es gab aber auch immer wieder Zeiten, in denen sich das Rad der Geschichte rückwärts drehte. Beim Lesen der aktuellen Nachrichten kann Diogenes sich des Gefühls nicht erwehren, dass wir gerade wieder in eine solche Phase eintreten.

Erwarten Sie bitte jetzt keine umfassende Abhandlung darüber, was Fortschritt ist. Möge der Hinweis genügen, dass schon die antiken Philosophen, mit denen Diogenes aufgewachsen ist, grundsätzlich Bewegung besser fanden als Stillstand. In erster Linie wünschten sie sich die sittliche Verbesserung der Menschheit – das war wohl schon damals eher ein Traum. Aber ganz praktisch priesen sie die Weiterentwicklung der menschlichen Künste und Wissenschaften, das Entstehen von Rechtssystemen, städtischen Gesellschaften und staatlichen Ordnungen und das Streben nach Freiheit. Die Idee des Fortschritts war ihnen keineswegs fremd, auch wenn sie damals nichts mit Technologie zu tun hatte.

Fortschritt ist eben nicht die Energiesparlampe, das Internet oder der Interkontinentalflug, sondern das, was dadurch ermöglicht wird. Die modernen Begriffe dafür klingen gar nicht sehr anders: gesellschaftliche Offenheit und Toleranz, Rechtsstaatlichkeit, eine regelbasierte internationale Ordnung, freier Verkehr von Menschen, Gütern und Ideen.

Warum nur ist nun plötzlich überall die Rede davon, Grenzen dicht zu machen und mit Zöllen und Verboten den Warenverkehr einzuschränken? Politiker, die für diese Rückwärtswende stehen, rechtfertigen sich mit Sprüchen wie: „Wir müssen unsere Industrie und unsere Arbeitsplätze sichern“, „Unsere Straßen müssen auch nachts wieder sicher werden“ und allen voran: „Wir müssen die Ängste der Bürger ernst nehmen“. Diogenes ist nicht sicher, ob die Bürger wirklich mehrheitlich so ängstlich sind, oder ob nur die Ängstlichen derzeit einfach mehr Gehör finden.

Weiß der durchschnittliche Trump-Wähler, dass 10% oder 60% Zoll auf ein ausländisches Auto dieses Auto eben 10% oder 60% teurer werden lassen? Und die im Land gebauten Autos sind ja schon teurer. Und weiß er, dass andere Länder mit eigenen Zöllen reagieren werden? Und dass dann der Arbeitsplatz des amerikanischen Autobauers vielleicht vorübergehend sicherer ist, aber dafür Arbeitsplätze in anderen Industrien wegfallen, die selber auf Exporte angewiesen sind?

Jetzt bindet Diogenes sich mal seine Volkswirtsschürze um und doziert: Die Stabilisierung von Volkswirtschaften über Zölle und andere Handelsbeschränkungen funktioniert höchstens vorübergehend. In der Geschichte gibt es viele Belege dafür, dass Protektionismus letztlich alle ärmer macht. Früher oder später wird die keinem Wettbewerb mehr ausgesetzte Wirtschaft so schwach, dass die Dämme brechen, und dann folgt der Ausverkauf. In erster Linie denkt Diogenes hier natürlich an den Zusammenbruch der Wirtschaft in der DDR nach der Öffnung, aber auch in Lateinamerika haben viele Länder in jüngerer Zeit diese Erfahrung machen müssen.

Am frischesten ist die Erfahrung in China – dem Land, das in der lebenden Generation den größten Nutzen aus dem Welthandel gezogen hat. Auf dem Mercosur-Gipfel in Rio beklagte der chinesische Staatschef Xi mit starken Worten den zunehmenden Protektionismus. Bestrebungen, die ökonomische Zusammenarbeit in einer interdependenten Welt zu behindern, „ganz gleich unter welchen Vorwänden“, nannte er „das Rad der Geschichte zurückdrehen“. Zwar passen die Taten hier nicht ganz zu den Worten – China praktiziert den Freihandel weiterhin eher selektiv. Das Land wurde so aber nicht nur zur größten Exportnation der Welt, sondern auch zur zweitgrößten Importnation. Dass ein funktionierender Welthandel eindeutig im chinesischen Interesse liegt, das sollte doch einiges Gewicht haben.

Welches Gewicht hat Deutschland dabei, das ja immerhin weltweit an dritter Stelle bei Exporten wie auch bei Importen steht? Die Erfahrung, wie wohltätig freier Handel ist, hat Deutschland ein halbes Jahrhundert früher als China gemacht. Der Wachstums- und Wohlstandsschub, den unser Land und fast die gesamte westliche Welt in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts erfuhren, war der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Öffnung dieser Jahre zu verdanken. So sieht es jedenfalls Diogenes. Und er erinnert sich gut daran. Sonst noch jemand?

# 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: 13. Dezember 2024

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

### 1. Verantwortliches Unternehmen

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

## II. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt. In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Dieses Dokument darf im Ausland nur 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 Wertpapiernebenleistungen. 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 Dokuments beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
- Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

### Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics**

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