

FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG für Privatkunden.



Veröffentlicht am:
28.3.2025 13:03 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

Die Weichen sind gestellt!

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

außergewöhnliche Zeiten erfordern außergewöhnliche Maßnahmen – so knapp ließe sich der Sachverhalt rund um das kürzlich vom alten Bundestag und wenige Tage später vom Bundesrat verabschiedete milliardenschwere Finanzpaket samt Grundgesetzänderungen zusammenfassen.

Doch es sind nicht nur die lange Zeit verschleppten Investitionen in die physische und digitale deutsche Infrastruktur sowie das Bildungswesen, die nötig sind, um die schwache Wirtschaft wieder auf Trab zu bringen, und die sich ohnehin alle Parteien während des Bundestagswahlkampfes auf die Plakate geschrieben haben. Den Ausschlag für das nun vergleichsweise rasante Handeln gab die sich immer weiter zuspitzende geopolitische Lage, in der selbst sicher geglaubte internationale Partnerschaften auf den Prüfstand gestellt werden.

Ohne Frage haben die Regierungsparteien in spe mit dem Finanzpaket einen Coup gelandet und ein wichtiges Signal gesendet. Doch Geld ist bekanntlich nicht alles. Deshalb wird sich die wahrscheinlich neue schwarz-rote Bundesregierung daran messen lassen müssen, mit welchen Maßnahmen sie den enormen Nachholbedarf bei Investitionen und strukturellen Reformen auszugleichen plant und vor allem wie schnell dies vonstattengehen kann.

Vor diesem Hintergrund beschäftigen wir uns in der neuen Friedrich-Ausgabe mit den dringlichsten Aufgaben, die die neue Bundesregierung zu bewältigen hat, um Deutschland wieder wettbewerbsfähig zu machen. Dabei gehen wir unter anderem der Frage nach, wie es gelingen kann, den Bürokratieabbau voranzutreiben, Steuern und Energiepreise zu senken, und blicken dabei auch auf Beispiele aus anderen Ländern, die hier als Vorbild dienen könnten.

Die Rentenreform wird ebenfalls ein wichtiger Punkt sein, da gerade die junge Generation in höherem Maße als bislang selbst für ihren Ruhestand vorsorgen muss. In diesem Zusammenhang sprechen wir in unserem Experten-Interview mit Falko Block, Host des DZ Podcasts „Fit 4 Trading“, darüber, was junge Anleger und erfahrene Anleger hinsichtlich ihres Investitionsverhaltens unterscheidet und was die einen von den anderen lernen können.

Großes muss gelingen und man darf gespannt sein, wie die künftige Bundesregierung ihre Aufgabenliste bewältigt.

Ihr DZ BANK Research-Team

Inhalt

AUSGABE #1/2025



KAPITEL 1

Neue Bundesregierung mit großem finanziellen Spielraum

Viel Geld trifft auf lange To-do-Liste

Seite 6



KAPITEL 2

Party in Europa, Katerstimmung in den USA

Auch Gold in Feierlaune

Seite 10



KAPITEL 3

Deutsche Aktienindizes im Sog der heimischen Konjunktur

Kleinere Indizes im Fokus staatlicher Maßnahmenpakete

Seite 14



KAPITEL 4

Deutschland, Hochsteuerland

Nicht nur im Standortwettbewerb noch ein bedeutender Nachteil

Seite 18



KAPITEL 5

Mischpult

Musterportfolio

Seite 22

**Investieren im
Generationen-
vergleich**

**KAPITEL 6
Experten-Interview**

Mit Falko Block, Host des DZ Podcasts „Fit 4 Trading“

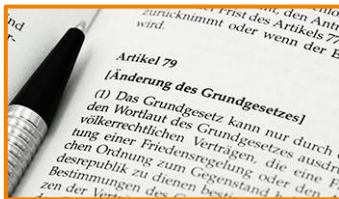
Seite 26



**KAPITEL 7
Hemmschuh Energiepreise**

Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit leidet noch immer

Seite 29



**KAPITEL 8
Deutsche Schuldenbremse**

Die Suche nach der goldenen Verschuldungsregel

Seite 33



**KAPITEL 9
Wie Regierungen das Bürokratedickicht lichten können**

Für und Wider unterschiedlicher Maßnahmen

Seite 37



**KAPITEL 10
Rente der Zukunft**

Eine Rente mit Zukunft schaffen

Seite 41



**KAPITEL 11
Eine harte Nuss (zu knacken)**

Wie Schwarz-Rot die Wende am
Wohnungsmarkt schaffen kann

Seite 44



**KAPITEL 12
Glosse**

Alle Staatsgewalt geht vom Volke aus – aber wo geht sie hin?

(Bert Brecht, 1930)

Seite 48

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 50

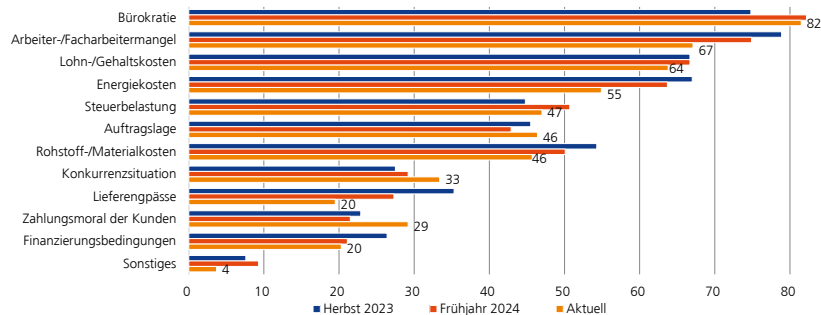


Neue Bundesregierung mit großem finanziellen Spielraum Viel Geld trifft auf lange To-do-Liste

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt / Michael Stappel, Economist

Bundestag und Bundesrat haben im März drei Grundgesetzänderungen beschlossen und so ein gigantisches langfristiges Finanzpaket geschnürt. Doch mit Geld allein ist es nicht getan. Damit das Paket tatsächlich mehr Sicherheit, Wachstum und letztendlich Wohlstand ermöglichen kann, gilt es, den Reformstau der letzten Jahrzehnte aufzulösen und die überbordende Bürokratie in Deutschland nachhaltig abzubauen.

Gravierende Probleme aus Sicht des deutschen Mittelstandes
Anteil der Nennungen in % der Befragten

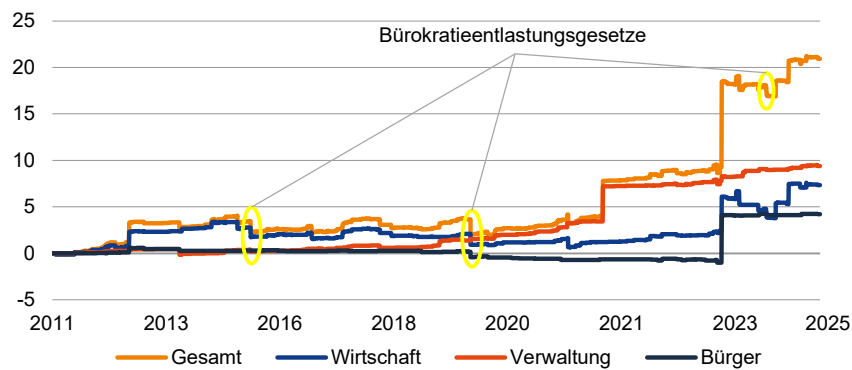


Quelle: DZ BANK Mittelstandsumfrage Herbst 2024

Bürokratie und Fachkräftemangel

Wie aus der jüngsten Mittelstandsumfrage der DZ BANK von Herbst 2024 hervorgeht, zählt aus Unternehmensperspektive in aller erster Linie die ausufernde Bürokratie zu den Problemen. Über 80% der Befragten klagen darüber. Dabei geht es nicht nur um die zahlreichen Melde- und Dokumentationspflichten sowie ein Dickicht an teils noch papierhaften Anträgen. Tatsächlich haben einige Maßnahmen hier sogar für etwas Entlastung gesorgt – darunter die Anhebung von Schwellenwerten in der Buchführung, die elektronische Arbeitsunfähigkeits-Bescheinigung, eine Fallzahlfreuduzierung der Konjunkturstatistik oder höhere Meldeschwellen für die Intrahandelsstatistik. Trotzdem bleibt die bürokratische Last insgesamt sehr hoch. Und vor allem der Erfüllungsaufwand, also die Kosten, die entstehen, um Vorschriften gerecht zu werden, sind laut Normenkontrollrat trotz mehrerer Bürokratienteilastungsgesetze immer weiter gestiegen. Dabei spielte zuletzt das Gebäudeenergiegesetz (GEG) eine zentrale Rolle durch den hiervon ausgelösten Anstieg der Baukosten, der zur ohnehin starken Verteuerung von Baumaterialien hinzukommt.

Bürokratie: Entwicklung des jährlichen Erfüllungsaufwands (7/2011 – 1/2025)
in Mrd. Euro



Quellen: Normenkontrollrat, DZ BANK

Neben dem Papierkrieg und den hohen Kosten sind es vor allem die oft viel zu langen Planungs- und Genehmigungsverfahren, die Investitionsprojekte verzögern und teils sogar im Keim ersticken. Sie sind mit ein Grund dafür, dass in der Vergangenheit großzügige öffentliche Fördermittel zum Teil gar nicht abgerufen wurden. Und sie sind eine große Gefahr, dass das neue Finanzpaket seine Wirkung nur gebremst entfalten kann.

Zu den zentralen Problemen des deutschen Mittelstands zählt laut Umfrage auch der wachsende Fach- und Arbeitskräftemangel. Dabei sind viele Betriebe längst über den Status hinaus, dass Aufträge wegen fehlenden Personals nicht fristgerecht abgearbeitet werden können. Immer häufiger werden Aufträge erst gar nicht angenommen. Noch gravierender ist, dass ein Teil eigentlich lohnender Investitionen unterbleibt oder im Ausland getätigt wird, weil die notwendige Man- bzw. Womanpower fehlt. Zudem führen Nachfolgeprobleme nicht nur im Handwerk zur Schließung von Betrieben, wenn die Inhaber in Ruhestand gehen. Das schwächt heute bereits das Wachstumspotenzial unserer Volkswirtschaft und ist eine weitere Gefahr für die Wirksamkeit des Finanzpaketes. Dabei startet der Prozess, in dem die geburtenstarken Jahrgänge der 1960er-Jahre in Rente gehen, erst allmählich. Der jetzt schon in vielen Berufsfeldern zu beobachtende Fachkräftemangel dürfte sich ohne Gegenmaßnahmen daher auf immer mehr Branchen ausdehnen und weiter verschärfen.

Fachkräftemangel bremst das Wirtschaftswachstum
 Eskalationsstufen

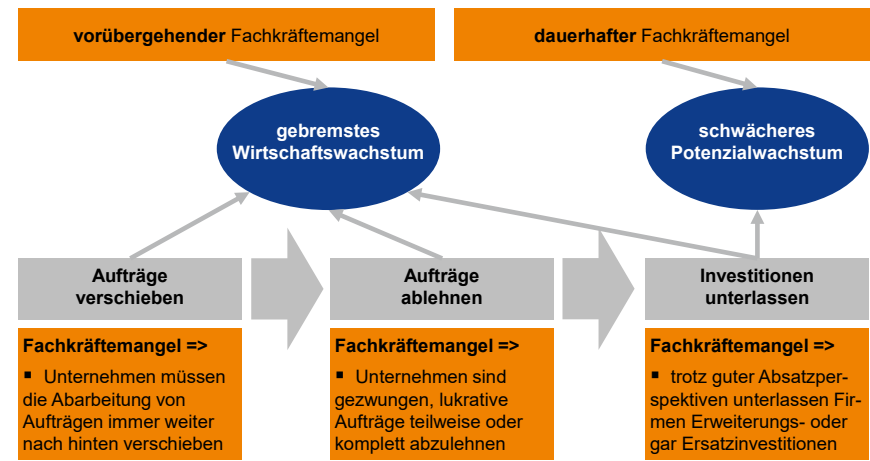


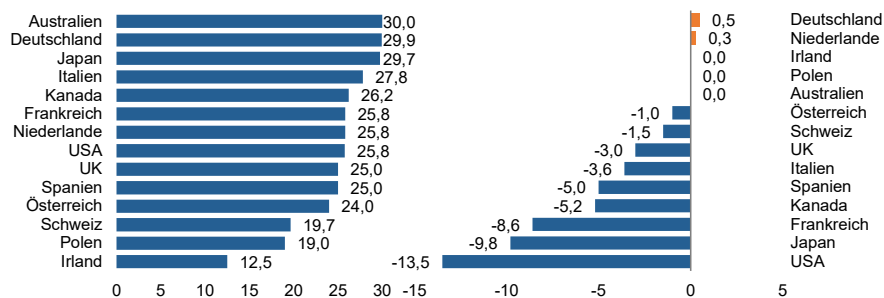
Abbildung: DZ BANK

Neben dem demografisch bedingten Fachkräftemangel drücken aber auch staatlich verantwortete Rahmenbedingungen auf die Investitionsfreude.

Hohe Steuern und zu wenig öffentliche Investitionen

Zu den Standortnachteilen Deutschlands zählen zudem sehr hohe Unternehmenssteuern. Zwar hat sich der nominale Steuersatz von knapp 30% für Kapitalgesellschaften hierzulande seit 2008 kaum verändert. Im selben Zeitraum haben aber viele andere wichtige Volkswirtschaften ihre Steuersätze (nationale und regionale Ebenen) teils kräftig gesenkt – vor allem die USA, Japan, Frankreich, Kanada und Spanien. Mittlerweile zählt Deutschland zu den Ländern mit der höchsten steuerlichen Belastung für Unternehmen weltweit.

Nominale Steuersätze für Kapitalgesellschaften 2023 und Veränderung seit 2008
 in % bzw. in %-Punkten



Steuersätze einschließlich regionale Ebene (combined statutory corporate income tax rate)
 Quellen: OECD, DZ BANK

Ausgeglichen wurden solche Standortnachteile bisher beispielsweise durch eine leistungsfähige öffentliche Infrastruktur. Diese beinhaltet gut ausgebaute Verkehrswege, wie eines der dichtesten Autobahnnetze der Welt, leistungsstarke Ausbildungssysteme im Hochschulbereich und in den Betrieben zusammen mit den Berufsschulen, eine gute öffentliche Verwaltung, ein sicheres Rechtssystem sowie eine äußerst zuverlässige Energieversorgung.

Allerdings erfordert eine leistungsfähige Infrastruktur permanent Investitionen. Dabei geht es nicht nur um Ersatzinvestitionen für in die Jahre gekommene Brücken, Straßen und Schienen oder in Schulen und bei der Bundeswehr, sondern vor allem auch um Erneuerungsinvestitionen im Rahmen des technischen Fortschritts. Zu denken ist dabei etwa an den Ausbau des Glasfasernetzes oder die Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung. Hinzu kommt die nachhaltige Transformation unserer Wirtschaft, die nicht nur eine ausreichende Produktion erneuerbarer Energien erfordert, sondern

beispielsweise auch Hochleistungs-Stromtrassen oder ein dichtes E-Ladesäulen-Netz. Insgesamt wurde hier in den letzten Jahren trotz sprudelnder Steuereinnahmen des Staates deutlich zu wenig investiert. Der enorme Nachholbedarf in Sachen Infrastruktur rührt zum Teil daher, dass öffentliche Mittel zu sehr in konsumtive Ausgaben und zu wenig in Investitionen flossen.

Schuldenbremse in ihrer bisherigen Form – ein Investitionshemmnis

Als weiteres Investitionshemmnis hatte sich die Schuldenbremse herauskristallisiert. Tatsächlich besitzt die Schuldenbremse eine disziplinierende Wirkung auf die Finanzpolitik. Sie schützt vor einer Überforderung zukünftiger Generationen durch eine staatliche Überschuldung. Gerade in einer alternden und schrumpfenden Gesellschaft ist das wichtig. Allerdings war die Schuldenbremse strikter, als sie hätte sein müssen, um diesen Auftrag zu erfüllen. Mit den Grundgesetzänderungen des Finanzpaketes wurde dieser Investitionsengpass nun beseitigt. Allerdings sind höhere Schulden auch nicht das Allheilmittel – vor allem weil das Zinsniveau wieder höher ist und neue Emissionen von Staatsanleihen zu viel stärkeren Zinsbelastungen führen als während der Niedrigzinsphase. Neben einer investitionsfreundlichen Reform der Schuldenbremse bedarf es daher einer stärkeren Priorisierung investiver, also zukunftsgerichteter Ausgaben im Staatshaushalt, selbst wenn das gerade in einer alternden Gesellschaft doppelt schwerfällt und gerade auch weil im Hinblick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit die Unternehmenssteuern gesenkt werden müssen.

Erste Fortschritte gibt es bereits bei der Bekämpfung des Fachkräftemangels. Durch das neue Fachkräfteeinwanderungsgesetz der alten Bundesregierung können Personen mit Berufsausbildung oder berufspraktischen Kenntnissen leichter nach Deutschland einwandern. Entsprechende Maßnahmen traten seit November 2023 sukzessive in Kraft. Das gibt Arbeitgebern mehr Spielraum für aktive Anwerbeprogramme oder beispielsweise innovative Ausbildungskonzepte in Kooperation mit dem Ausland. Vor allem großen, international agierenden Unternehmen mit Produktionsstandorten im Ausland eröffnet das Chancen. Verbesserungsmöglichkeiten gibt es noch bei der schnelleren Anerkennung von Berufsabschlüssen. Außerdem müssen Kinderbetreuungsmöglichkeiten weiter verbessert werden, damit junge Eltern Beruf und Familie besser vereinbaren können. Zudem könnten Anreize, freiwillig länger im Berufsleben zu bleiben, das Arbeitsangebot verbessern.

Geld allein wird es nicht richten

Mit den Grundgesetzänderungen des Finanzpaketes wurde der finanzielle Engpass für Infrastrukturinvestitionen und für eine bessere Verteidigungsfähigkeit beseitigt. Damit das großvolumige langfristig angelegte Paket seine angestrebte Wirkung tatsächlich entfalten kann, müssen möglichst früh auch andere ökonomische Rahmenbedingungen nachhaltig verbessert werden. Dazu zählen insbesondere ein substanzieller Bürokratieabbau und beschleunigte Genehmigungsverfahren, Anreize, mehr zu arbeiten, aktive Fachkräftenwerbeprogramme sowie eine Absenkung der Unternehmenssteuern.



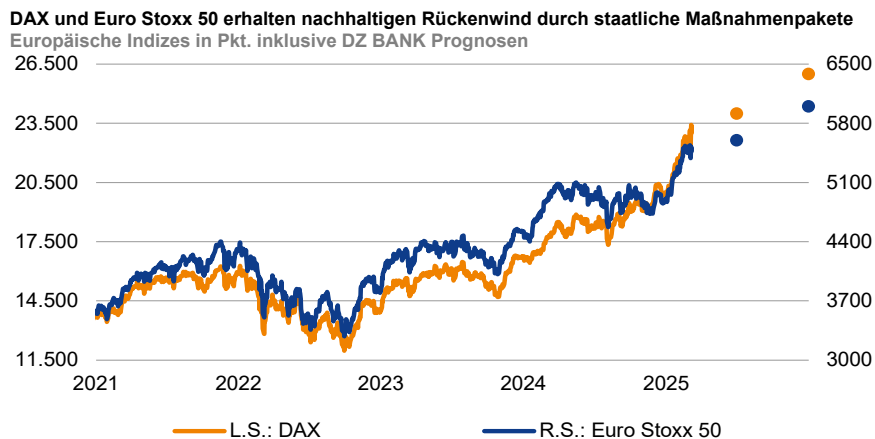
Party in Europa, Katerstimmung in den USA Auch Gold in Feierlaune

Christoph Müller, Analyst

Bereits die Ankündigung des fast eine Billion Euro schweren Finanzpakets in Deutschland hat die europäischen Aktienmärkte wie den DAX und den Euro Stoxx 50 auf neue Rekorde steigen lassen. Demgegenüber schwächelten die US-Aktienmärkte – belastet von US-Rezessionssorgen. Zusammen mit der erratischen Zollpolitik Trumps sowie den anhaltenden geopolitischen Spannungen verhalf dies Gold erstmals über die 3.000-US-Dollar-Marke.

Aufbruchsstimmung in Europa: Viel hilft viel!

Die Anleger an den europäischen Aktienmärkten feierten bereits die Einigung von Union, SPD und den Grünen auf ein außergewöhnlich großes Finanzpaket in Deutschland: Der DAX stieg auf ein neues Rekordhoch von 23.476 Punkten und der Euro Stoxx 50 ließ zeitweise die 5.500-Zähler-Marke hinter sich.

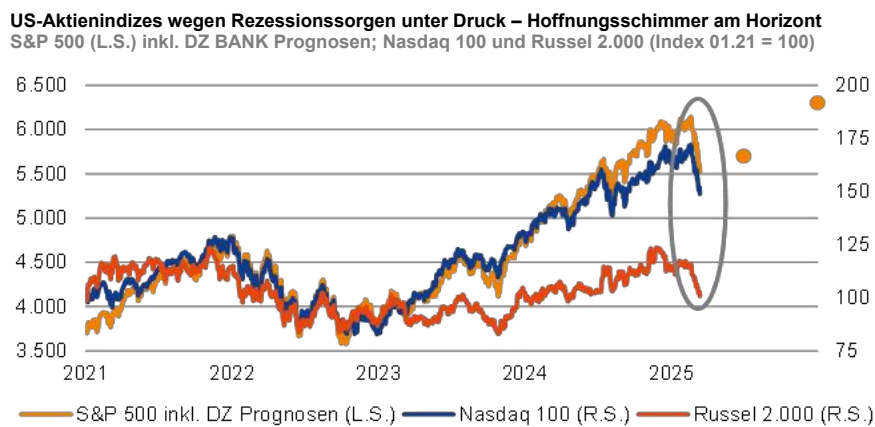


Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Nach der Beschlussfassung in den beiden Kammern des deutschen Parlaments – Bundestag und Bundesrat – setzten moderate Gewinnmitnahmen an Europas Aktienmärkten ein, die durch Zolldrohungen und -ankündigungen des US-Präsidenten verstärkt wurden. So sind für den 2. April vonseiten der US-Administration Zölle in Höhe von 25% auf Autoimporte vorgesehen. Ihrer Ansicht nach soll dann zudem ein großangelegtes Zollpaket vorgestellt werden. Aktuell herrscht ein hohes Maß an Verunsicherung am Markt vor. Die Möglichkeit besteht, dass die EU durch Verhandlungen noch Ausnahmen bewirkt. Während der Zollstreit die europäischen Aktienmärkte belastet, sorgt die neue wirtschaftsfreundliche Politik in der EU und in Deutschland für eine Aufbruchsstimmung, die mit steigenden Gewinnerwartungen einhergeht. Diese könnten dazu führen, dass sich bei den Aktien tendenziell Bewertungsniveaus oberhalb langfristiger Durchschnitte halten.

US-Aktienmärkte: Rezessionsängste belasten

Während Europas Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2025 deutlich im Plus liegen, sind die US-Aktienmärkte im Quartalsverlauf erheblich unter Druck geraten. Es waren vor allem Inflations- und Rezessionsorgen, die den US-Aktienmärkten zugesetzt haben. Treiber dieser Bewegung waren zum einen enttäuschende US-Konjunkturdaten, die am Markt Ängste schürten, die US-Wirtschaft könnte in eine Rezession abrutschen. Beispielsweise sackte das von der Universität von Michigan erhobene US-Verbrauchervertrauen im März weiter ab, nachdem es schon im Vormonat hinter den Erwartungen der Marktakteure zurückgeblieben war. Die US-Bürger sorgen sich, dass die bereits beschlossenen beziehungsweise die angekündigten US-Zölle die Inflation weiter antreiben. Dies schwächt den für die US-Konjunktur so wichtigen privaten Konsum. Ebenso wie im Sommer 2024 dürften sich die Rezessionsorgen als übertrieben herausstellen. Mit einer deutlich nachlassenden konjunkturellen Dynamik in den ersten sechs Monaten dieses Jahres ist zwar zu rechnen. Die aktuellen Befürchtungen wurden jedoch zumindest teilweise durch Sondereffekte in Form vorgezogener Importe ausgelöst, die nicht als Zeichen der wirtschaftlichen Schwäche interpretiert werden sollten. Bereits in der zweiten Jahreshälfte dürfte die Wachstumsdynamik wieder spürbar anziehen. Für bessere Stimmung bei US-Verbrauchern und Marktteilnehmern sollten dabei die greifbarer werdenden Steuersenkungspläne der Trump-Administration sorgen.



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Zumindest auf kurze Sicht dürfte es der S&P 500 dennoch schwer haben, sich von den aktuellen Turbulenzen zu erholen und eine nachhaltige Aufwärtsbewegung zu etablieren. Vielmehr sollten das Hin und Her bei den Zolldrohungen, bestehende Inflationsorgen sowie die Schritte zur Verkleinerung des Staatsapparats vorerst weiter Verunsicherung schüren. Mehr als Kurse im Bereich von 5.700 Punkten dürften daher bis Mitte des Jahres kaum möglich sein. Spätestens in der zweiten Jahreshälfte sollte indes Zuversicht aufkeimen. Basis für diesen Stimmungsumschwung ist zum einen die wieder zunehmende Dynamik beim Wirtschaftswachstum. Zum anderen dürfte sich der Fokus von Bevölkerung und Marktteilnehmern nach und nach in Richtung der Steuersenkungsvorhaben der Regierung verschieben. An den Finanzmärkten sollte zudem – ähnlich wie im Zuge der ersten Amtszeit Trumps – ein gewisser Gewöhnungseffekt gegenüber dem Gepolter aus dem Weißen Haus einsetzen, im Zuge dessen der S&P 500 Ende 2025 auf 6.300 Punkte steigen dürfte.

DZ BANK Index-Prognosen

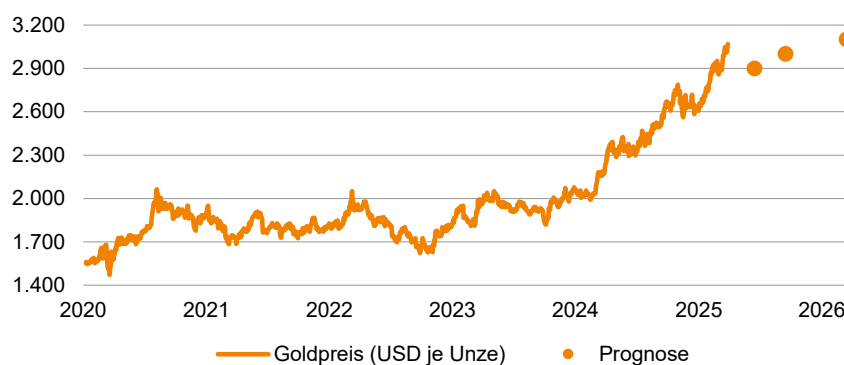
	Index	30.06.2025	31.12.2025
Europa	Euro Stoxx 50	5.600	6.000
Deutschland	DAX	24.000	26.000
USA	S&P 500	5.700	6.300

Quelle: DZ BANK

Gold profitiert in vielerlei Hinsicht

Nach einem kurzen Rücksetzer auf rund 2.850 US-Dollar je Feinunze ist der Goldpreis seinem Aufwärtstrend gefolgt und hat Mitte März erstmals in seiner Geschichte die Marke von 3.000 US-Dollar übertroffen. Treiber dieser Bewegung waren die bereits angesprochenen US-Rezessions Sorgen. Auch die erratische Zollpolitik unter Donald Trump sorgt am Markt derzeit für Verunsicherung, von der Gold gemeinhin profitiert. Hinzu kommen die geopolitischen Spannungen in der Ukraine und im Gazastreifen. Trotz aller Bemühungen der internationalen Staatengemeinschaft halten wir eine baldige diplomatische Beilegung des Ukraine-Kriegs für wenig wahrscheinlich – zu festgefahren sind die Positionen der beiden Kriegsnationen und auch der EU. Im Gazastreifen sind vonseiten Israels die Militärhandlungen vor wenigen Wochen wieder aufgenommen worden.

Gold steigt erstmals in seiner Geschichte über die Marke von 3.000 Dollar
 Gold in US-Dollar je Feinunze



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Mit Blick nach vorn rechnen wir zunächst mit einer moderaten Korrektur des Goldpreises. So sollten sich die US-Rezessions Sorgen als übertrieben herausstellen, da sich der US-Arbeitsmarkt trotz Abschwächungstendenzen und Entlassungen im öffentlichen Sektor noch als robust erweist. Auch ein auf Sicht dreier Monate wieder etwas stärkerer US-Dollar wie auch steigende Renditen für US-Staatsanleihen sollten dem Goldpreis temporär Gegenwind bescheren, verteuert die Aufwertung des Dollars doch den Preis für Investoren, die im Nicht-Dollarraum ansässig sind. Mittelfristig räumen wir dem Preis des gelben Edelmetalls aber gute Chancen für neue Rekorde ein, zumal die strukturellen Treiber, darunter die Käufe der Zentralbanken, weiterhin intakt bleiben sollten.

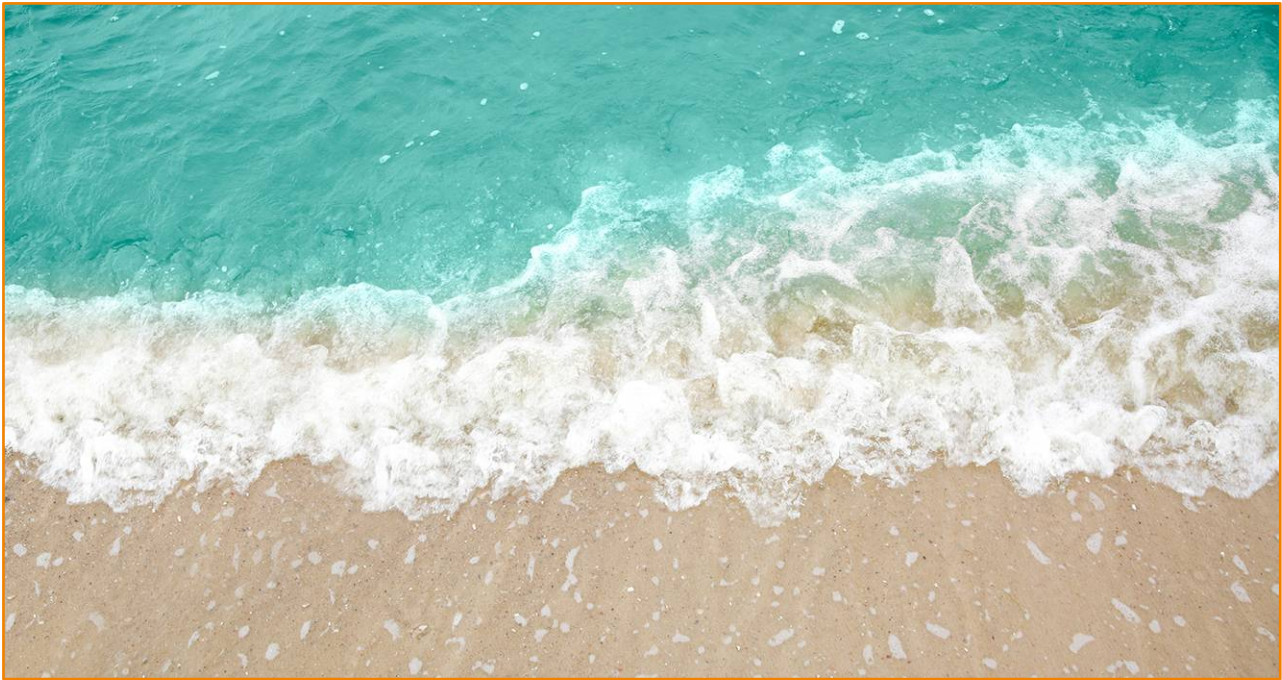
DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	30.09.2025	31.03.2026
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	3.000	3.100
Goldpreis in Euro je Feinunze	2.805	2.820

Quelle: DZ BANK

Gute Aussichten für Aktien und Gold

Die europäischen Aktienmärkte sitzen derzeit zwischen den Stühlen. Während Trump und seine Importzölle die Stimmung und die Perspektiven trüben, winken diesseits des Atlantiks deutlich höhere Staatsausgaben und eine wirtschaftsfreundlichere Gangart der EU-Politik. Unter dem Strich dürften die positiven Einflussfaktoren in der Heimat dominieren. Zum Jahresultimo 2025 sehen wir den Euro Stoxx 50 bei 6.000 Punkten und den DAX auf 26.000 Punkte klettern. Während sich an den europäischen Aktienmärkten folglich positive Stimmung breitgemacht hat und eine deutliche Aufwärtsbewegung zu beobachten war, sind die US-Aktienmärkte erheblich unter Druck geraten. Erst mit Blick auf die zweite Jahreshälfte dürften bessere US-Konjunkturdaten und angekündigte Steuersenkungen den S&P 500 bis auf 6.300 Punkte steigen lassen. Gold dürfte im Anschluss an eine moderate Korrektur seinen Weg hin zu neuen Rekorden wieder aufnehmen.



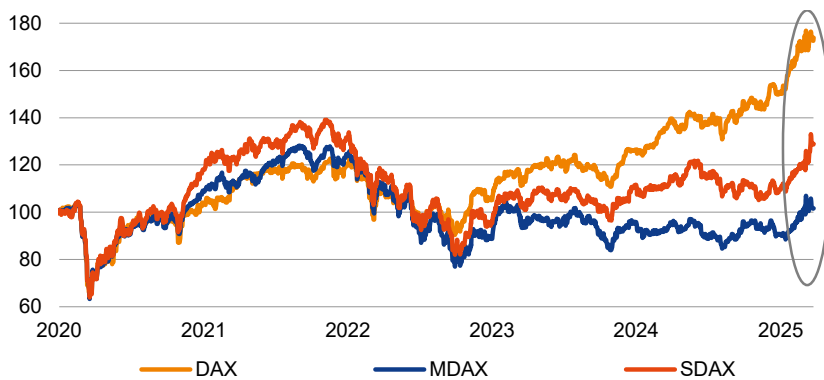
Deutsche Aktienindizes im Sog der heimischen Konjunktur Kleinere Indizes im Fokus staatlicher Maßnahmenpakete

Sören Hettler, Analyst

Die deutschen Aktienmärkte haben einen beeindruckenden Jahresstart hingelegt. Beflügelt durch die von Berlin und Brüssel in Aussicht gestellten staatlichen Investitionen legten DAX, MDAX und SDAX spürbar zu. Insbesondere für die beiden letztgenannten Indizes sind die Ausgabenpakete von wesentlicher Bedeutung, hängen sie doch stärker als der hiesige Leitindex an der Wirtschaft Deutschlands und Europas.

Für die deutschen Aktienmärkte hat das Jahr 2025 äußerst erfreulich begonnen. Der deutsche Leitindex DAX liegt gut 15% über dem Jahresausgangsniveau. Beim MDAX, der die Performance von 50 mittelgroßen deutschen Unternehmen abbildet, sind es immerhin 12% und beim 70 kleinere börsennotierte Vertreter umfassenden SDAX sind es sogar knapp 18%. **Gerade für die beiden kleineren Indizes sind dies positive Nachrichten, mussten sie doch im vergangenen Jahr moderate Verluste hinnehmen, während der DAX 2024 ein stolzes Plus von beinahe 20% verzeichnete.** Auch in den drei vorausgegangenen Jahren schnitt der Leitindex durchweg besser ab als seine beiden kleineren Geschwister.

DAX stiehlt kleineren Indizes seit Ende 2022 die Show
 Deutsche Aktienindizes (Index: 01.01.2020 = 100)

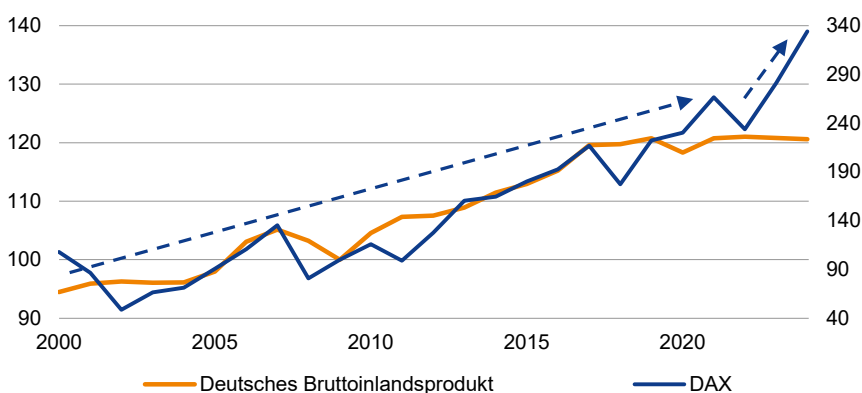


Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Kleinere Indizes stärker auf Deutschland und Europa ausgerichtet

Ein bedeutender Grund für die schwächere Entwicklung von MDAX und SDAX ist die geografische Ausrichtung der in den Indizes vertretenen Unternehmen. So erwirtschaften SDAX-Unternehmen knapp 40% ihrer Umsätze in Deutschland und über 80% in Europa. Beim MDAX machen die Umsätze hierzulande etwa ein Viertel und in Europa etwa 55% aus. Die Unternehmen im deutschen Leitindex sind hingegen wesentlich globaler ausgerichtet. Der Anteil Deutschlands bei den Umsätzen fällt hier unter 20%. In Europa insgesamt werden deutlich weniger als die Hälfte der Umsatzerlöse erzielt.

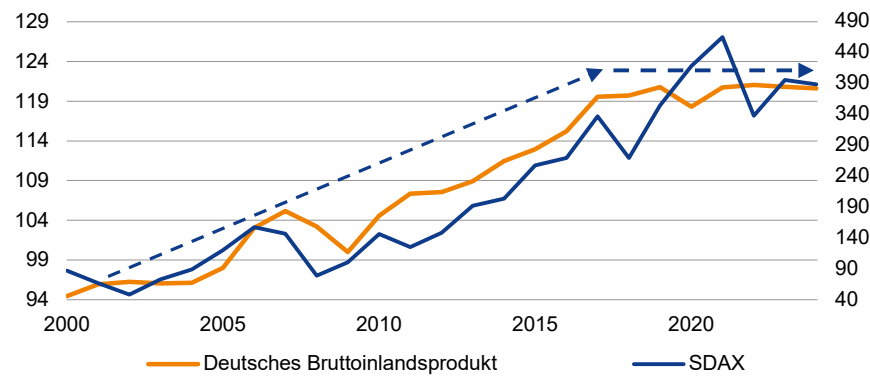
Der DAX strebt unbeeindruckt von der schwachen deutschen Konjunktur weiter gen Norden, ...
 Deutsches Bruttoinlandsprodukt (L.S.); DAX (R.S.): jeweils indiziert (01.01.2010 = 100)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Zur Herausforderung wurde der stärkere Fokus auf Deutschland bereits vor einigen Jahren. **Schließlich hat sich das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland seit 2017 kaum von der Stelle bewegt**, während die Weltwirtschaft im Bereich von 3% (J/J) zulegen konnte. Auf der einen Seite hatten demnach kleinere und mittelgroße Unternehmen aus den zugehörigen deutschen Indizes aufgrund der schwächelnden Konjunktur hierzulande mit Gegenwind zu kämpfen. DAX-Konzerne waren auf der anderen Seite in der Lage, von der teils sehr robusten konjunkturellen Entwicklung in anderen Regionen der Welt zu profitieren, darunter insbesondere die USA.

... während sich der SDAX den Vorgaben der deutschen Konjunktur nicht entziehen kann
 Deutsches Bruttoinlandsprodukt (L.S.); SDAX (R.S.); jeweils indiziert (01.01.2010 = 100)



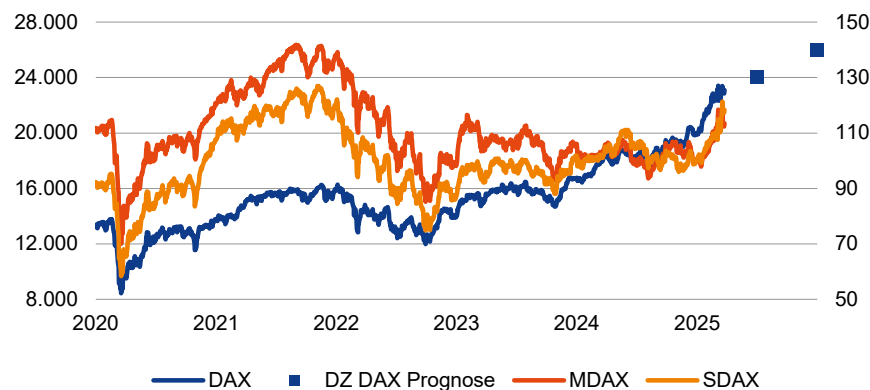
Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Dass es auch anders geht, deutet der Zeitraum zwischen 2010 und 2017 an. Deutlich mehr als 2% legte die Wirtschaftsleistung Deutschlands in dieser Phase pro Jahr durchschnittlich zu. Lediglich in einem dieser acht Jahre gelang es dem DAX, nennenswert besser abzuschneiden als der SDAX. Drei Mal hatte er hingegen klar das Nachsehen. Verglichen mit dem MDAX fällt die Bilanz für den Leitindex mit 0:5 sogar noch schlechter aus. **Im Durchschnitt legten die beiden kleineren Indizes in diesem Zeitraum um über 15% pro Jahr zu.** Da kommen die robusten 10% des DAX beinahe schon bescheiden daher.

Aussicht auf staatliche Ausgabenpakete in Deutschland und Europa liefern nachhaltige Impulse

Die jüngsten Weichenstellungen aus Berlin, aber auch Brüssel, haben Hoffnungen geschürt, dass es mit der Wirtschaft in Deutschland und auf EU-Ebene wieder spürbar bergauf gehen könnte. Bis zu **500 Mrd. Euro sollen in den nächsten zwölf Jahren an staatlichen Investitionen fließen, um die deutsche Infrastruktur auf Vordermann zu bringen, die hiesige Wirtschaft zukunftsfähig zu machen und den Klimaschutz voranzutreiben.** Hinzu kommen umfangreiche Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit Europas. Ein erstes greifbares Maßnahmenpaket wurde jüngst von der EU-Kommission unter Führung von Präsidentin von der Leyen vorgestellt. Demnach sollen nicht nur 150 Mrd. Euro über EU-Anleihen zur Förderung gemeinsamer Rüstungsprojekte mobilisiert, sondern zugleich die nationalen Schuldenregeln für derartige Ausgaben vorerst aufgehoben werden. Insgesamt könnten nach Einschätzung der Kommissionspräsidentin in den kommenden vier Jahren insgesamt 800 Mrd. Euro investiert werden.

Die Vorzeichen für weitere Kursgewinne stehen gut – nicht nur für den DAX
 DAX (L.S.) inklusive DZ-BANK-Prognose; MDAX und SDAX (R.S.); Index: 01.01.2025 = 100



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

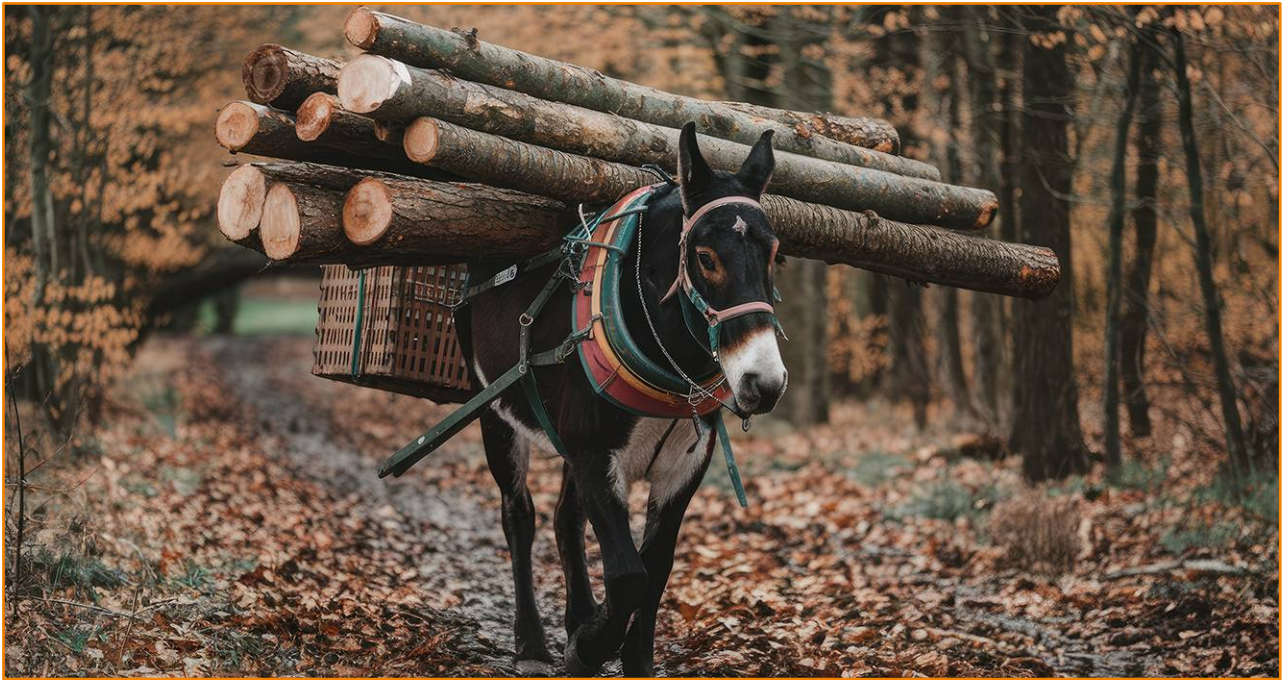
An den deutschen Aktienmärkten konnten in den vergangenen Wochen zwar insbesondere Unternehmen aus dem Rüstungsbereich, dem Baugewerbe und der Finanzbranche Kursgewinne verzeichnen. Allerdings **dürften die geplanten staatlichen Investitionen eine breitere Wirkung sowohl in der Wirtschaft als auch bei den börsennotierten Unternehmen entfalten.** Besonders von den Ausgaben in die Infrastruktur profitieren sollte dabei das verarbeitende

Gewerbe. Die zugehörigen Unternehmen machen im DAX etwa 30% der Marktkapitalisierung aus, bei MDAX und SDAX sogar rund 40%.

Anzeichen für eine Übertreibung lassen sich bei den Nebenwertindizes unterdessen bislang nicht erkennen – im Gegenteil. **Geht es nach den aktuell vorherrschenden Bewertungsniveaus, verfügen MDAX und SDAX nach dem furiosen Jahresstart weiterhin über Luft nach oben.** Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt klar unterhalb der langfristigen Durchschnitte. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) hat sich dem Langfristmittel zwar zuletzt angenähert, bewegt sich aber weiterhin unterhalb dieses Niveaus. Unterdessen grüßt der deutsche Leitindex die längerfristigen Durchschnitte von KGV und KBV schon seit einigen Monaten von oben.

Fazit

Mit Blick auf unsere Erwartungen für die weitere Kursentwicklung an den deutschen (und europäischen) Aktienmärkten halten wir zwar daran fest, dass die US-Importzölle und der erratische Politikstil Trumps einen Belastungsfaktor darstellen. Allerdings **hat die neuerdings zu erwartende Entschlossenheit in Brüssel und Berlin die Karten diesseits des Atlantiks neu gemischt („Game Changer“)**. Nicht nur haben die geplanten Staatsausgaben das Potenzial, die Entwicklung der europäischen Wirtschaft im Allgemeinen und der Gewinne der in den Aktienindizes notierten Unternehmen im Besonderen nachhaltig positiv zu beeinflussen. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass sich **das Sentiment an den Finanzmärkten spürbar aufhellt (Stichwort: Aufbruchsstimmung)**. Dies würde tendenziell Bewertungsniveaus oberhalb langfristiger Durchschnitte ermöglichen. Deutsche Aktien dürften in der Breite profitieren. Vor allem kleinere und konjunktursensitive Titel, darunter auch Vertreter aus MDAX und SDAX, sollten dabei im Fokus stehen.



Deutschland, Hochsteuerland Nicht nur im Standortwettbewerb noch ein bedeutender Nachteil

Dr. Christoph Swonke, Economist

Angesichts einer in den letzten Jahrzehnten zugenommenen Mobilität der Produktionsfaktoren sehen sich Nationen weiterhin unter Druck, vorteilhafte Bedingungen für Produktion und Beschäftigung zu schaffen. Deutschland ist unter den Industrieländern ein Hochsteuerland, was im internationalen Standortwettbewerb nachteilig ist. Damit ist das Steuersystem eine weitere Baustelle für die neue Bundesregierung

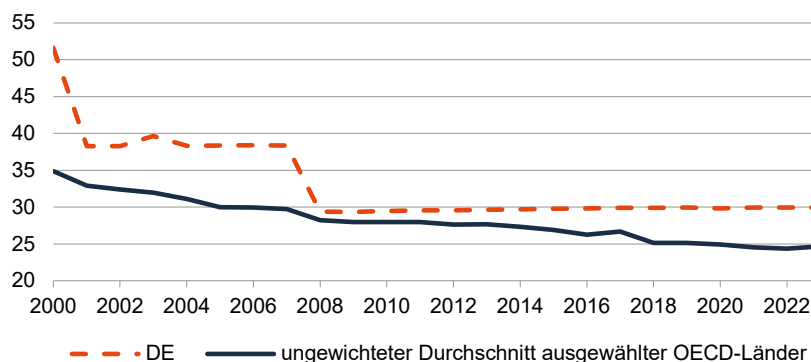
Die Steuerbelastung auf Unternehmensgewinne ist entscheidend, nicht nur für bereits etablierte Standorte, sondern auch für neue und erweiterte Investitionen. Aber auch die Steuerlast der privaten Haushalte ist wichtig für die Wirtschaft. Angesichts des demografischen Wandels wird Deutschland künftig vermehrt auf qualifizierte Fachkräfte aus dem Ausland angewiesen sein. Eine im internationalen Vergleich hohe Besteuerung der Arbeitseinkommen könnte das Land jedoch als Arbeitsort weniger attraktiv erscheinen lassen.

Die jüngsten Maßnahmen und Planungen der USA hinsichtlich der Zollregelungen haben zusätzlich das Potenzial, die Standortwahl von Unternehmen signifikant zu beeinflussen, gerade wenn in Deutschland agierende Unternehmen weiterhin den US-Markt bedienen wollen und zugleich in den USA niedrigere Steuern zahlen und von niedrigeren Energiepreisen profitieren.

Hohe Unternehmenssteuersätze im internationalen Vergleich

Der Steuerwettbewerb unter den Industrieländern hat sich in den vergangenen Jahrzehnten intensiviert. Innerhalb der OECD-Länder wurden die Körperschaftsteuersätze seit dem Jahr 2000 deutlich reduziert. In einigen Ländern erfolgte dieser Prozess über mehrere Schritte, in anderen Ländern wurde er in einem oder wenigen Schritten umgesetzt. Der ungewichtete Mittelwert der Unternehmenssteuersätze der betrachteten Länder sank zwischen 2000 und 2023 von über 35% auf knapp 26%.

Tendenziell ist der Unternehmenssteuersatz international gesunken
 Gesetzlicher Körperschaftsteuersatz (Kombination aus zentralstaatlichem und regionalem
 gesetzlichen Körperschaftsteuersatz)



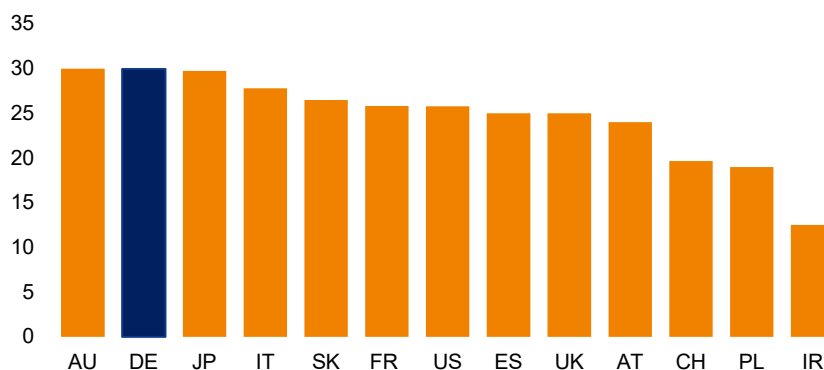
Quellen: OECD, DZ BANK

In Deutschland hat sich im Bereich der Unternehmensbesteuerung in den letzten Jahren dagegen kaum etwas verändert. Wesentliche Reformen der Körperschaftsteuer fanden zuletzt in den Jahren 2001 und 2008 statt. Seither wurden lediglich marginale Anpassungen vorgenommen, ohne grundlegende Modernisierungen des Steuersystems. Deutschland erhebt mit einem kombinierten Steuersatz von knapp 30 % – bestehend aus Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Solidaritätszuschlag – eine der höchsten Steuerlasten unter den Industrieländern, wie die Berechnungen der OECD verdeutlichen.

Trotz dieses vergleichsweise hohen Unternehmenssteuersatzes hat sich Deutschland lange Zeit als solider Produktionsstandort behauptet. Politische Stabilität, ein hohes Maß an qualifizierten Arbeitskräften und eine gut funktionierende Infrastruktur haben das Land zu einem attraktiven Unternehmensstandort gemacht.

Doch die Zeiten haben sich gewandelt. Eine zunehmend bröckelnde Infrastruktur erfordert von den zukünftigen Regierungen enorme Investitionen. Der Wegfall günstiger russischer Energielieferungen hat die Produktionskosten erhöht und perspektivisch wird der demografische Wandel das Arbeitskräfteangebot weiter verringern. Zudem beklagt die deutsche Wirtschaft die stetig steigenden bürokratischen Belastungen, die wichtige Ressourcen binden. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob sich Deutschland im Vergleich zu anderen Industrieländern noch eine hohe Unternehmensbesteuerung leisten kann, wenn schon andere Standortvorteile zunehmend schwinden.

2023: Deutschland ist ein Hochsteuerland unter den Industrieländern
 Gesetzlicher Körperschaftsteuersatz (Kombination aus zentralstaatlichem und regionalem
 gesetzlichen Körperschaftsteuersatz)

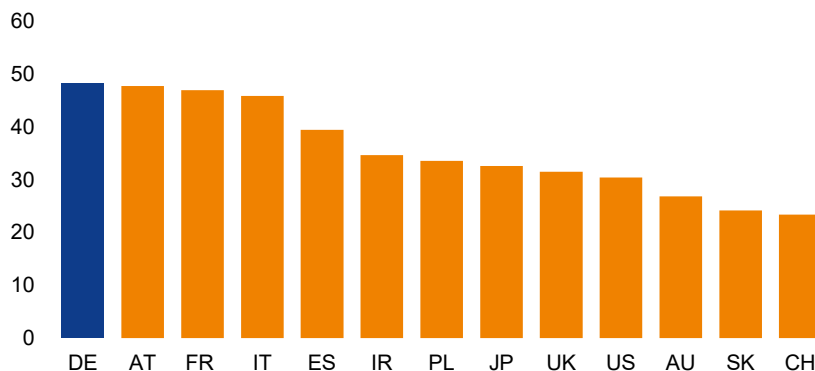


Quelle: OECD, DZ BANK

Spitzenreiter bei der Steuer- und Abgabenbelastung der Haushalte

Auch bei den privaten Haushalten nimmt die Bundesrepublik bei der Steuer- und Abgabenbelastung eine Spitzenposition ein. Arbeitseinkommen werden in Deutschland besonders stark durch Steuern und Sozialabgaben belastet. So musste ein durchschnittlich verdienender Single im vergangenen Jahr 48,3% seines Gehalts an den Staat abführen. Im Durchschnitt der hier betrachteten Industrieländer lag die Abgabenbelastung mit 36,3% deutlich niedriger.

Auch bei der Besteuerung der Arbeitseinkommen ist Deutschland Spitze
Belastung des Bruttoeinkommens durch Einkommenssteuer und Sozialversicherungsabgaben
(2022, Single-Haushalte, 100% des Durchschnittseinkommens)



Quellen: OECD, DZ BANK

Die hohe Belastung der Arbeitseinkommen stellt ein erhebliches Hindernis für Arbeitnehmer dar, wenn es darum geht, ihre Arbeitszeit zu verlängern oder überhaupt eine Arbeit aufzunehmen. Besonders kritisch ist, dass die Steuerprogression bewirkt, dass jede zusätzliche Arbeitsstunde überproportional hoch besteuert wird, was die finanzielle Anreizwirkung mindert. Angesichts des demografischen Wandels und der damit einhergehenden Alterung der Bevölkerung ist dies eine besonders brisante Herausforderung.

Langfristig sind umfassende Maßnahmen erforderlich, um strukturelle Barrieren abzubauen, die ein höheres Arbeitsangebot behindern. Dazu gehört auch die gezielte Anwerbung ausländischer Fachkräfte. Diese potenziellen Arbeitskräfte könnten – neben anderen Gründen wie etwa dem angespannten Wohnungsmarkt und der Bürokratie bei den Ausländerbehörden – durch die hohe Abgabenlast auf Arbeitseinkommen abgeschreckt werden und sich deswegen gegen eine berufliche Zukunft in Deutschland entscheiden. Eine Senkung der Steuerlast könnte entscheidend dazu beitragen, Deutschland als attraktiven Arbeitsstandort zu positionieren und den Fachkräftemangel zu lindern.

Gibt es einen Spielraum für niedrigere Steuersätze?

Im Wahlkampf versprach die Union substanzielle Steuersenkungen für Unternehmen und Verbraucher, um Wählerstimmen zu gewinnen. Doch die sich wandelnden internationalen Rahmenbedingungen zwingen die künftige Bundesregierung zu einer grundlegenden Neubewertung ihrer Steuerpolitik.

Mit den aktuellen Plänen der entstehenden schwarz-roten Koalition sind signifikante Veränderungen in Sicht. Ein zentrales Element ist das geplante Sondervermögen von 500 Mrd. Euro über die nächsten zwölf Jahre, das den weiteren Verfall der Infrastruktur aufhalten soll. Zudem könnte eine geplante Erhöhung der Verteidigungsausgaben auf mehr als 2% des Bruttoinlandsprodukts, ermöglicht durch eine Anpassung der Schuldenbremse, einen weiteren, dringend benötigten wirtschaftlichen Stimulus bieten. Allerdings wird dies zu einer merklichen Steigerung der Staatsverschuldung führen.

Diese deutliche Erhöhung der Staatsverschuldung, wenngleich notwendig, reduziert den fiskalischen Spielraum für potenzielle Steuerreformen erheblich, besonders dann, wenn gleichzeitig Einsparungen im Bundeshaushalt angestrebt werden. Wegen des Scheiterns der Ampelkoalition fehlt Deutschland für das Jahr 2025 noch immer ein verabschiedetes Haushaltsgesetz. Für den Haushalt 2025 klaffte zuletzt noch eine Lücke von rund 30 Mrd. Euro. Kurzfristig erscheinen Steuersenkungen für Unternehmen angesichts dieser finanziellen Engpässe kaum umsetzbar.

Das Ergebnis der Sondierungsgespräche von Union und SPD formulierte eine Einkommenssteuerreform für die Mittelschicht der deutschen privaten Haushalte und den Einstieg in eine Unternehmenssteuerreform. Das klingt alles noch sehr vage. Vor allem, wenn gleichzeitig laut Sondierung wenig wachstumswirksame Wahlversprechen wie die Mütterrente, die Mehrwertsteuer-Senkung für den Gastronomiebereich oder die steuerliche Förderung des Agar-Diesels in der kommenden Legislaturperiode umgesetzt werden sollten. Wie mutig eine Steuerreform also tatsächlich von Schwarz-Rot vorangetrieben werden wird, ist derzeit noch nicht absehbar.

Vorerst nicht mehr als erste Schritte in die richtige Richtung

Die neue Bundesregierung wird sich vermutlich erst mittelfristig mit der dringenden Aufgabe beschäftigen, die Wirtschaft steuerlich zu entlasten und das bestehende Steuersystem einer kritischen Überprüfung zu unterziehen. In der aktuellen politischen und wirtschaftlichen Lage ist es aber von entscheidender Bedeutung, dass Deutschland proaktive und mutige Entscheidungen trifft, um seine Wettbewerbsposition zu stärken.

Das kürzlich beschlossene Sondervermögen sowie die Erhöhung der Verteidigungsausgaben sind notwendige erste Schritte, um das Land auf einen stabileren Kurs zu bringen. Dennoch bestehen weiterhin erhebliche Herausforderungen, die nicht ignoriert werden können. Deutschland zählt zu den Hochsteuerländern, und diese Belastung nimmt zunehmend Einfluss auf die Attraktivität des Standorts – sowohl für Unternehmen als auch für hochqualifizierte Fachkräfte.



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, 25.3.2025

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.

Nach dem außergewöhnlich guten Jahr 2024, in dem das assetklassenübergreifende DZ BANK Musterportfolio eine Performance von rund 14% erzielt hatte, fiel die bisherige Performance (year to date) mit 3% unterdurchschnittlich aus. Der Grund für diese verhaltene Entwicklung ist vor allem auf die in diesem Zeitraum zu beobachtende Dollar-Abwertung von 4% zurückzuführen, die den moderat positiven Total Return der kurzlaufenden US-Treasuries sowie die ohnehin leicht negative Performance der US-Aktienassets (S&P 500, Nasdaq 100 und Russel 2.000) ins rote Terrain abrutschen ließ.

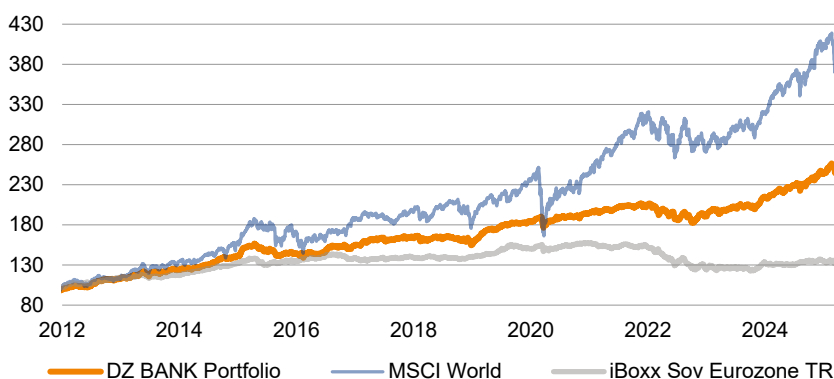
Begannen die US-Aktienmärkte das Jahr 2025 noch mit der Erwartung eines dauerhaften Trump-Trades, der insbesondere den stark binnenorientierten Branchen zugutekommen sollte und jenen, die von einem „Weniger“ an Regulierung profitieren, so erfüllte sich diese bisher nicht. Die „Make America Great Again“-Politik, die Trump im Wahlkampf ankündigte, entpuppt sich derzeit als negativer Bumerang für die US-Wirtschaft. Das Wörtchen „Trumpcession“ macht längst die Runde in den Gazetten der Medien. Denn die bisher schon verhängten und die noch angedrohten US-Importzölle führen vor allem aufgrund befürchteter Preissteigerungen bei US-Unternehmen sowie Verbrauchern zu starker Verunsicherung und zu Rezessionsängsten. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass die US-Aktienmärkte teilweise deutliche Kursverluste hinnehmen mussten, von denen sie sich jüngst aber etwas erholen konnten.

Während die US-Assetklassen also die Performance des Musterportfolios belastet haben, waren die Aktienassets aus der Eurozone die Stars im Portfolio. Auf dem ersten Rang steht mit Abstand der europäische Rüstungs- und Verteidigungssektor mit einer herausragenden Entwicklung von rund 33% seit Jahresbeginn. Diese Performance muss im Kontext der Zeitenwende in der europäischen Verteidigungspolitik gesehen werden. Denn nach dem Amtsantritt Donald Trumps und im Zuge der immer wieder angezweifelte Rolle der USA als Schutzmacht Europas in der NATO rüsten die Euroländer verstärkt auf. Deutschland hat zuletzt die Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben gelockert. Doch bereits im Vorfeld der parlamentarischen Beschlussfassung des großen Schuldenpakets konnte der DAX deutlich zulegen. Gegenüber dem Jahresbeginn liegt der deutsche Leitindex 15% im Plus, wozu ihm nicht zuletzt die Aktien der europäischen Versicherer (plus 17%) verhalfen. Auch die Goldperformance kann sich mit 9% sehen lassen. Während die US-Zollpolitik von Donald Trump die Aktienmärkte verunsichert und immer wieder Rücksetzer auslöst, sorgt sie am Goldmarkt für Frohlocken. So hat der Goldpreis erstmals in seiner Geschichte die 3.000-US-Dollar-Marke gemeistert. Die europäischen Anleihepositionen (High-Yield-Bonds sowie Unternehmensanleihen) performten hingegen „nur“ mit 1% oder stagnierten auf der Nulllinie.

Mit Blick nach vorn sollten sowohl die europäischen als auch die US-Aktienmärkte sich per Jahresende 2025 positiv entwickeln. Hierzulande dürfte sich ausgehend von einem insgesamt wirtschaftsfreundlicheren Kurs der EU-Kommission und der EWU-Regierungen eine Aufbruchsstimmung einstellen, die letztlich zu einem steigenden Wirtschaftswachstum sowie anziehenden Gewinnerwartungen und Erträgen führt. In diesem Umfeld sind höhere Bewertungsniveaus der europäischen Aktien durchhaltbar. Jenseits des Atlantiks dürften sich die Rezessionsängste als übertrieben herausstellen. Die wohl Anfang 2026 umgesetzten US-Unternehmenssteuersenkungen sowie der Megatrend Künstliche Intelligenz sollten den US-Aktienmärkten neuen Schwung verleihen.

Wir führten seit Jahresbeginn 2025 keine neue Transaktion im assetklassenübergreifenden Musterportfolio durch, das sich aktuell aus folgenden Positionen zusammensetzt: Den Hauptanteil mit 52% bilden die Aktien, während die Anleihen mit 34% sowie Gold als Absicherungsinstrument mit 8% auf die Plätze verwiesen werden. Eine Kasseposition von 6% rundet das Portfolio ab.

Kursentwicklung seit Auflegung



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 26. März 2025

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 26. März 2025 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

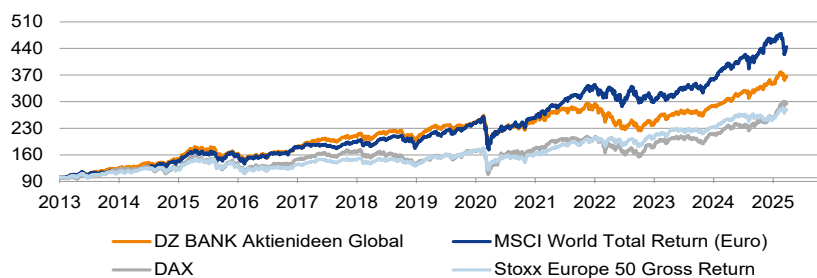
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	01.01.2025	13	295,90	356,20	+20,4%
BMW	17.02.2025	51	84,08	80,92	-3,8%
Fresenius	01.01.2025	119	33,54	39,96	+19,1%
Gerresheimer	17.02.2025	53	81,50	74,35	-8,8%
Hornbach Holding	01.01.2025	55	72,60	88,60	+22,0%
MTU Aero Engines	26.02.2025	13	319,10	343,70	+7,7%
Munich Re	01.01.2025	8	487,10	585,40	+20,2%
ProSiebenSat.1Media	21.03.2025	632	6,63	6,45	-2,7%
RWE	17.03.2025	129	32,42	32,57	+0,5%
Adobe	01.01.2025	9	429,68	373,40	-13,1%
Amazon.com	01.01.2025	18	211,99	190,30	-10,2%
Applied Materials	01.01.2025	25	157,15	142,13	-9,3% (inkl. Dividende)
BAE Systems	01.01.2025	289	13,89	18,82	+35,5%
EssilorLuxottica	01.01.2025	17	235,60	277,20	+17,7%
First Solar	12.02.2025	28	152,13	121,61	-20,1%
Holcim	01.01.2025	43	92,86	105,95	+14,1%
Linde PLC	16.01.2025	9	420,02	423,17	+1,1% (inkl. Dividende)
Microsoft	01.01.2025	9	407,29	365,55	-10,1% (inkl. Dividende)
Nestlé	01.01.2025	49	79,60	93,24	+17,1%
Oracle	01.01.2025	24	161,02	142,40	-11,3% (inkl. Dividende)
Universal Music Group	17.03.2025	162	25,84	25,74	-0,4%
Veolia Environnement	01.01.2025	149	27,11	31,83	+17,4%

Stand: 26. März 2025

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 25. März 2025 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 5,9% erzielt und damit besser abgeschnitten als der MSCI World Total Return in Euro (minus 2,8%), aber nicht so gut wie der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 9,7%) und der DAX (plus 16,1%). 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: Bloomberg, DZ BANK

Investieren im Generationenvergleich

Experten-Interview

Mit Falko Block, Host des DZ Podcasts „Fit 4 Trading“, DZ BANK AG

Friedrich: Zusammen mit Falko Block wollen wir heute einen kleinen Generationenvergleich machen. Falko, Du bist Host des Podcasts „Fit 4 Trading“ und unterhältst Dich dort regelmäßig mit jungen Anlegern über ihre Erfahrungen und Strategien an den Kapitalmärkten. Unsere Leser sind wahrscheinlich erfahrener, haben über Jahrzehnte ein Vermögen aufgebaut, in Aktien investiert usw. Was unterscheidet grundsätzlich junge Anleger von erfahrenen Anlegern?

Falko Block: Eben das jahrzehntelange Anlegen. Und das zeigt sich schon in den letzten 20 oder 30 Jahren, in denen es eine ganze Menge an Krisen gab: Dotcom-Krise, Immobilienkrise, Asien-Krise usw. Die meisten jungen Anleger, die vielleicht seit vier oder fünf Jahren an den Märkten aktiv sind, also gerade in der Corona-Phase eingestiegen sind, haben bis auf den Corona-Crash, der etwa zwei Monate dauerte – mit v-förmiger Erholung –, eigentlich noch gar keine richtige Krise mitbekommen. Das heißt, die meisten kennen das gar nicht, wenn zum Beispiel ein KI-Wert um 20% nach unten geht. Der zweite große Unterschied ist, dass die jungen Anleger sehr technologieaffin sind. Die Hürde, zu einer Beraterin oder einem Berater in einer Bank zu gehen, ist relativ hoch; sie informieren sich eher über das Handy – sowohl über alltägliche Dinge, aber auch finanztechnisch. Das heißt, sie gehen auf Social-Media-Kanäle und die Influencer sind ihnen – gefühlt – näher als ein Profiberater, und das ist, glaube ich, der große Unterschied.

Friedrich: Unsere Leser setzen wahrscheinlich eher auf bewährte Strategien, kaufen Qualitätstitel mit Dividendenrendite und haben sicherlich eine gut diversifizierte Altersvorsorge. Wie gehen junge Menschen an das Thema Geldanlage heran und was sind die beliebtesten Produkte und Strategien bei jungen Anlegern?

Falko Block: Meines Erachtens haben die jungen Anleger schon verstanden, dass die Geldanlage an der Börse ein Marathon, kein Sprint ist. Und sie merken auch, dass die Rente vielleicht sicher ist, aber nicht deren Höhe. Sie wissen, dass sie für die Altersvorsorge langfristig am Kapitalmarkt aktiv sein sollen und setzen deshalb teilweise weniger auf Einzeltitel, sondern eben breit gestreut auf ETFs. Auch daran sind die Social-Media-Kanäle nicht unerheblich beteiligt, die teilweise sehr gute Basisinformationen geben. Und die Jungen achten sehr auf die Kosten. Natürlich haben die

Neobroker diese Generation stark geprägt, für 0 Euro oder 1 Euro eine Aktie zu kaufen, wobei auch mal 20 Euro in eine Nvidia investiert werden.

Friedrich: Kannst Du etwas darüber sagen, wie junge Anleger ihre Entscheidung treffen? Anleger unserer Generation gehen wahrscheinlich eher zu Beratern, lesen Fachmedien, haben einfach eine persönliche Erfahrung. Wie treffen junge Menschen die Entscheidung, was sie kaufen oder wann sie kaufen?

Falko Block: Wir machen regelmäßig Umfragen und sehen natürlich auch, dass sich erfahrene Anleger eher mit einer Beraterin oder einem Berater austauschen, Fachmagazine oder Ähnliches lesen. Bei den jungen Anlegern ist das Bewegtbild das Medium schlechthin. Auch da tauschen sie sich gern, Reddit lässt grüßen, über Communities aus. TikTok, Instagram und YouTube sind ebenfalls gern gesehene Kanäle, weil ihnen dort die Informationen schnell, einfach, prägnant und ohne großen Umstand nahegebracht werden.

Friedrich: Das klingt nach einer ganz anderen Herangehensweise. Weniger klassische Beratung, mehr Eigenverantwortung höre ich da ein wenig heraus. Was bedeutet das denn für die Erfolgchancen der jüngeren Anleger? Kann man das schon vergleichen oder ist das noch zu jung?

Falko Block: In den letzten drei bis vier Jahren konnte man eigentlich kaum etwas falsch machen – bis auf Immobilienwerte, die sich vielleicht nicht so gut entwickelt haben. Wenn es jetzt allerdings mal um 10%, 15% runtergeht, dann fragen sich viele, ob sie ihre ETF-Sparpläne beenden oder die Aktien verkaufen sollen? Dagegen sagt ein versierter Anleger: 10% minus – was ist das schon, da habe ich schon viel Schlimmeres erlebt. Wahrscheinlich schlägt der erfahrene Anleger schon deutlich den jüngeren, weil er ruhiger bleibt und für ihn Krisen einfach dazugehören.

Friedrich: Du hast es angesprochen, die Erfahrung zählt durchaus. Gibt es denn vielleicht trotzdem ein paar Dinge, die sich die ältere Generation von der jüngeren Generation abschauen könnte? Gibt es Strategien oder Denkweisen, die für erfahrene Anleger auch spannend sein könnten?

Falko Block: Erfahrene Anleger setzen ja auch vielfach gern auf Einzelwerte. Das hat natürlich den Charme, dass ich mir ganz speziell das raussuchen kann, wo ich aktiv sein möchte. Aber wir wissen ja, dass die Einzeltitelauswahl nicht einfach ist. Von daher ist die breite Auswahl von ETFs, die auch sehr günstig sind, interessant. Ich denke, da kann sich auch der versierte Anleger von den Jüngeren mal was abschauen, um ein Kernportfolio aufzubauen. Junge Anleger sind durchaus auch mal ein bisschen risikofreudiger, Stichwort Kryptowerte, wobei der Depotanteil natürlich nicht zu groß sein sollte. Aber junge Anleger sind, eben weil sie noch keine Krisen erlebt haben, offener, was risikofreudigere Sachen angeht. Und wir wissen ja alle: Wenn man lange genug an der Börse aktiv ist, dann kann man auch viele Krisen aussitzen.

Friedrich: Ich höre da relativ viele unterschiedliche Kanäle raus, die man sich vielleicht auch mal anschauen sollte. Gibt es einen Lieblingstipp, eine Plattform oder ein Tool, das Du einem erfahrenen Anleger empfehlen würdest, mal auszuprobieren?

Falko Block: Wenn ich auf Messen mit erfahrenen Anlegern spreche, ist das teilweise doch interessant, dass sie sich auf einer Skala von 0 bis 10 alle bei einer 11 sehen. Fragt man dann aber, was denn eigentlich genau Dividendenrendite oder Peergroup heißt, dann hakt es manchmal. Deswegen rate ich, einfach offen zu sein und auch gern mal auf YouTube Videos anzuschauen, da gibt es einige gute Kanäle, teilweise mit einer Million Followern; die sind natürlich werbefinanziert, weshalb man ein bisschen vorsichtig sein muss, aber sie bieten gute Grundlageninformationen, mit denen man das Wissen erweitern kann. Und ansonsten natürlich viele Kanäle wie TikTok. Bei Reddit muss man ein bisschen aufpassen, weil die Beiträge sehr tendenziös sind, da geht man schon mal gern in eine Blase rein. Aber vielleicht darf ich auch Werbung für meinen eigenen Podcast machen mit mittlerweile 76 Folgen. Alles nicht markttechnisch für morgen, sondern Basisinformationen. Zusammen mit interessanten Referentinnen und Referenten erkläre ich prägnant und einfach, was eine Aktie oder ein Fonds ist, wie ein ETF funktioniert oder wie ich ein Portfolio basismäßig aufbaue, um auch für die Krise geeignet zu sein. Jede Folge dauert zwischen 15 und 20 Minuten und es gibt eine ganze Menge an wirklich guten Informationen und vor allem kostenfrei.

Friedrich: Und wenn man dann alle Folgen Deines Podcasts durchgehört hat, ist man als junger Anleger vielleicht sogar der bessere Anleger im Vergleich zu den etablierten?

Falko Block: Das ist eine gute Frage. Da die jungen Anleger wie gesagt noch nicht viele oder gar keine Krisen wirklich miterlebt haben, wird sich das erst zeigen, wenn es an den Börsen auch mal rauscht, also 20%, auch mal 30% runter (bis 10% oder 15% sprechen wir ja nur von einer Korrektur) – erst dann zeigt sich, ob der Anleger wirklich mit allen Wassern gewaschen ist und auch dabeibleibt. Versierte Anleger denken immer, sie wissen schon alles, und wollen sich nichts mehr sagen lassen in Anführungsstrichen. Junge Anleger sind eher bereit zu sagen, dass sie sich nicht auskennen, sich die Podcast-Folgen anhören, die YouTube-Videos anschauen und versuchen, ständig zu lernen. Das wäre auch für die versierteren Anleger nicht schlecht, und da haben vielleicht die jungen Anleger den versierteren was voraus.

Friedrich: Gibt es umgekehrt vielleicht auch Ebenen, wo sich junge Anleger überschätzen, gehen sie vielleicht zu sehr ins Risiko?

Falko Block: Ja, Kryptowährungen wären ein klassisches Beispiel. Ich erinnere mich an eine Diskussion mit einer Hochschul-Gruppe, die ich vor zwei Wochen zu Gast hatte. Da zeigten drei Leute auf – ist jetzt ein singuläres Beispiel – und sagten, sie machen eigentlich nur Krypto, weil sie glauben, dass das die Zukunft ist. Das haben wir zu Zeiten des Neuen Marktes auch gedacht. Ich denke, da haben die versierten Anleger eben aufgrund der Erfahrung aus den Krisen den Jungen was voraus. Denn es kann auch mal andersrum sein und vor allem: Setze nie alles auf eine Karte!

Friedrich: Zusammengefasst haben wir gelernt, dass junge Anleger anders investieren, oft schneller und digitaler. Unsere Leser des Friedrich haben mehr Erfahrung, mehr Disziplin. Was wäre Dein Fazit, Falko, welche Mischung macht vielleicht aus diesen genannten Dingen langfristig den größten Erfolg?

Falko Block: Ja, die Mischung macht's. Langfristig dabeibleiben, auf die Kosten achten, gern auch mal neue Informationskanäle nutzen – wir haben ja in den Volksbanken Raiffeisenbanken ganz hervorragende Beraterinnen und Berater, die ein Portfolio gut aufbauen können. Aber es schadet auch nicht, sich die neuen Informationskanäle mal anzuschauen und anzuhören – das wäre für die versierten Anleger. Der junge Anleger sollte im Blick haben, dass es auch mal rauschen kann an den Märkten, und sich wie gesagt vergegenwärtigen, was es für ihn bedeutet, wenn es mal 20% oder 30% runtergeht, das kann jederzeit passieren.

Friedrich: Vielen Dank für das spannende Gespräch, es war interessant zu sehen, wie sich die Finanzwelt verändert und wie auch die junge und ältere Generation voneinander lernen können.



Hemmschuh Energiepreise Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit leidet noch immer

Linda Yu, Analystin / Dr. Claus Niegsch, Economist

Die Industriestrompreise wurden in den vergangenen beiden Jahren zwar deutlich zurückgeführt, sind innerhalb Europas aber nach wie vor recht hoch. Und im Vergleich zu den USA sind die deutschen Strompreise bei Weitem nicht wettbewerbsfähig. Doch hat die künftige Bundesregierung in ihrem Sondierungspapier bereits weitere Entlastungsmaßnahmen aufgeführt.

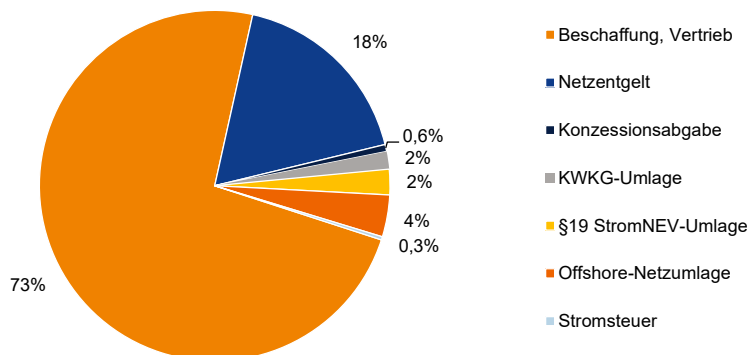
Die im Zuge von Ukraine-Krieg und Energiekrise drastisch gestiegenen Strom- und Gaspreise haben im Jahr 2022 nicht nur die Inflation angeheizt. Sie belasteten auch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen, die bis dahin von vergleichsweise niedrigen Kosten für russisches Gas profitiert hatten. Besonders betroffen waren Industrieunternehmen in energieintensiven Branchen.

In der aktuellen Diskussion um zu hohe Industriestrompreise in Deutschland wird aber oft vernachlässigt, dass diese in den vergangenen beiden Jahren bereits deutlich zurückgeführt wurden. Allerdings war dies auch notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie zumindest wieder etwas zu verbessern.

Stromnebenkosten noch zu hoch

Nicht gesunken sind seither dagegen die Stromkosten für die privaten Haushalte. Der Hauptgrund für die unterschiedliche Entwicklung von Industrie- und Haushaltsstrompreisen dürfte in den deutlich höheren Stromnebenkosten bei den Haushaltstarifen zu finden sein. Während Beschaffung und Vertrieb von Strom bei Industriekunden immerhin fast drei Viertel des Gesamtpreises ausmachen, sind es bei den Haushaltskunden im Durchschnitt merklich weniger als die Hälfte.

Hohe Stromnebenkosten: Bei Industriekunden belastet v.a. das Netzentgelt
Strompreis-Bestandteile für Industriekunden: Anteil am Strompreis in %



Quellen: BDEW, Bundesnetzagentur, DZ BANK

Bei den Stromnebenkosten für Industrieunternehmen hat sich seit der Energiekrise zwar bereits einiges getan. Positiv bemerkbar machen sich hier vor allem die Finanzierung der EEG-Umlage aus dem Bundeshaushalt sowie die Ende 2023 beschlossene und im November 2024 verlängerte Senkung der Stromsteuer für alle Unternehmen des produzierenden Gewerbes auf den von der Europäischen Union zugelassenen Mindestwert von 0,05 Cent je Kilowattstunde. Von der Senkung der Stromsteuer ausgenommen sind jedoch neben den privaten Haushalten alle Unternehmen, die nicht dem produzierenden Gewerbe zuzurechnen sind.

Zudem gäbe es selbst bei den Industriekunden noch weiteres spürbares Einsparpotenzial – wie zum Beispiel bei den Netzentgelten, also die Gebühr, die jeder Netznutzer, der Strom und Gas durch das Versorgungsnetz leitet, an den Netzbetreiber zahlen muss. Diese machen immerhin fast ein Fünftel des Gesamtpreises aus. Bei den Haushaltskunden ist der Anteil noch deutlich höher.

Laut ihrem Sondierungspapier wollen CDU/CSU und SPD hier auch ansetzen. Geplant ist neben einer Halbierung der Übertragungsnetzentgelte auch deren dauerhafte Deckelung. Darüber hinaus soll die Stromsteuer für alle Nutzer auf das europäische Mindestmaß gesenkt werden. Diese Maßnahmen sollen zu einer schnellen Entlastung um mindestens 5 Cent je kWh führen. Hier würde die voraussichtlich zukünftige Bundesregierung also an den richtigen Stellschrauben drehen. Ob das den energieintensiven Unternehmen ausreichen wird, muss sich allerdings erst noch herausstellen.

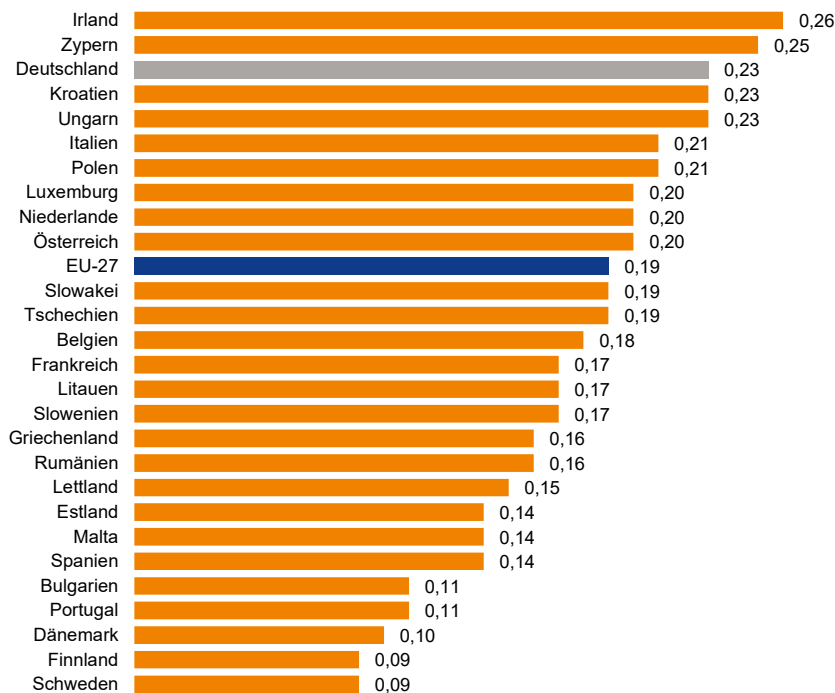
Strompreise im internationalen Vergleich

Auch wegen der Stromnebenkosten sind die Stromkosten in Deutschland im europäischen Vergleich überdurchschnittlich hoch. Dies betrifft die Preise für die privaten Haushalte noch stärker als die Unternehmenskunden. Bei den „Nicht-Haushalten“ ist der Aufpreis, den deutsche Kunden im Vergleich zum europäischen Durchschnitt zahlen müssen, vergleichsweise gering. So liegen hier etwa die Stromkosten in Italien, Österreich und den Niederlanden ebenfalls über dem europäischen Durchschnitt.

Anders sieht es allerdings in den skandinavischen Ländern aus. Dort kostet der Strom für „Nicht-Haushaltskunden“, also für Unternehmen, Bildungsstätten oder die Verwaltung, viel weniger als in Deutschland. Dänemark, Finnland und Schweden weisen bei den „Nicht-Haushalten“ mit jeweils knapp 10 Cent je kWh die niedrigsten Strompreise in der gesamten Europäischen Union auf. In Deutschland ist es mehr als das Doppelte.

Blickt man über den großen Teich, fällt der Strompreisvergleich noch deutlicher zu Ungunsten der deutschen Unternehmen aus. Im Nordwesten der Vereinigten Staaten etwa fiel der Strompreis in den vergangenen zwölf Monaten im Durchschnitt nur halb so hoch aus wie der Preis an der European Energy Exchange (EEX) für Deutschland.

Deutsche Strompreise für Nicht-Haushalte liegen über dem EU-Durchschnitt EUR/kWh (1. Halbjahr 2024)



Anmerkung: ohne MWSt., erstattungsfähige Abgaben/Steuern; Nicht-Haushalte: u.a. Unternehmen, Schulen, Verwaltung

Quellen: Eurostat, Destatis, DZ BANK;

Nachfrageentwicklung bestimmt zukünftige Strompreise

Wie sich die deutschen und europäischen Strompreise auf sehr lange Sicht hin entwickeln, dürfte stark an der zukünftigen Nachfrageentwicklung hängen. Sollte der Verkauf von Wärmepumpen und Elektroautos wieder deutlich an Fahrt aufnehmen, steigt der Stromverbrauch und damit auch die Notwendigkeit, in bestimmten Zeiten wie etwa während einer „Dunkelflaute“ besonders teuren Strom aus Gas zu produzieren. Zudem stehen der Hoffnung auf zukünftig besonders günstigen Strom aus Erneuerbaren sehr hohe Kosten für die Errichtung der Offshore-Windkraftwerke sowie für den in Deutschland notwendigen Netzausbau entgegen.

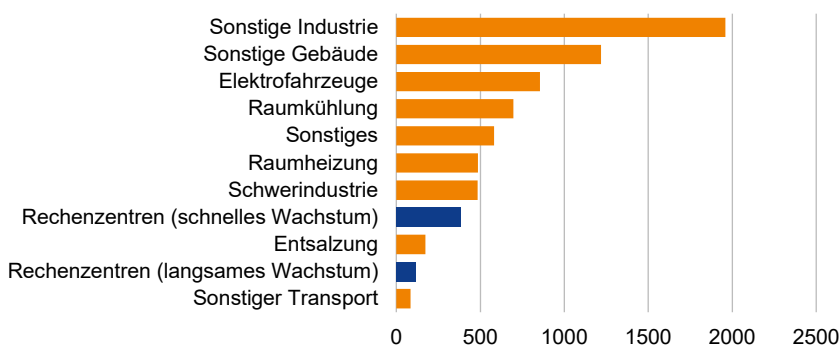
Bei einer weiterhin niedrigen Nachfrage nach Elektroautos und Wärmepumpen sowie mit der damit möglicherweise entstehenden Verzögerung der Energiewende wird die zukünftige Stromnachfrage im Vergleich dazu spürbar geringer ausfallen, was eine Entlastung bei den Strompreisen nach sich ziehen könnte. Auch der weitere Netzausbau könnte dann weniger umfangreich ausfallen.

Derzeit hinkt der Absatz von Elektroautos in Deutschland früheren Zielen deutlich hinterher und könnte perspektivisch weiteren Gegenwind aus Politik und Gesellschaft erfahren. Die langfristige Stromnachfrage aus dem Verkehrssektor dürfte daher nur ein moderates Wachstum verzeichnen, was die Strompreise tendenziell entlasten könnte. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der öffentlichen Ladeinfrastruktur für Elektroautos. Zwar ist die Zahl der Ladepunkte in den letzten acht Jahren dynamisch auf über 150.000 gestiegen, ob das Ausbauziel von einer Million Ladepunkten erreicht wird, ist jedoch zu bezweifeln. Denn der aktuelle Bestand müsste versiebenfacht werden und bis 2030 müssten jährlich mehr neue Ladepunkte hinzukommen, als im gesamten Jahrzehnt zuvor installiert worden sind – ein Vorhaben, das uns äußerst optimistisch erscheint. Schreitet der Ausbau in den nächsten Jahren im gleichen Tempo wie bisher voran, wird das Ziel somit weit verfehlt. Die Stromnachfrage von öffentlichen Ladepunkten dürfte daher ebenfalls nur begrenzt zunehmen. Allerdings besteht ein großes Potenzial beim Ausbau der privaten Ladeinfrastruktur, das heißt an der eigenen Wallbox zu Hause oder am Arbeitsplatz, der perspektivisch stärker forciert und staatlich gefördert werden könnte. Derzeit findet die Mehrzahl aller Ladevorgänge im privaten Bereich statt. Dadurch könnte sich der private Ladebetrieb langfristig zu einem größeren Nachfragetreiber entwickeln.

Neben der Elektromobilität werden auch Rechenzentren, die durch den zunehmenden Einsatz von Künstlicher Intelligenz (KI) an Bedeutung gewinnen, einen wachsenden Beitrag zur langfristigen Entwicklung des Stromverbrauchs leisten. Allerdings wird dieser Beitrag voraussichtlich geringer ausfallen als vielfach befürchtet. Diverse Organisationen und Institute, darunter die Internationale Energieagentur (IEA), haben versucht, den globalen Anstieg des künftigen Strombedarfs von Rechenzentren, einschließlich KI, zu quantifizieren. Ihren Einschätzungen zufolge wird sich der heutige weltweite Strombedarf von Rechenzentren bis 2030 in einem langsamen Wachstumsszenario auf 580 Terawattstunden (TWh) und bei schnellem Wachstum auf 840 TWh erhöhen. Dies entspräche fast dem heutigen Verbrauch großer Wirtschaftsnationen wie Kanada oder Japan.

Was auf den ersten Blick nach sehr viel klingt, relativiert sich bei näherer Betrachtung. Setzt man das Nachfragewachstum in Relation zu anderen Treibern, machen Rechenzentren nur einen sehr geringen Anteil am Wachstum der Gesamtstromnachfrage aus. So tragen den IEA-Prognosen zufolge die Elektrifizierung in Industrie und im Gebäudesektor, Elektrofahrzeuge sowie Kühl- und Heizsysteme wesentlich mehr zum Gesamtbedarf bei als Rechenzentren. Letztere kommen im dynamischeren Szenario lediglich auf einen Anteil von 6% am weltweiten Nachfragewachstum, im langsameren Szenario sogar nur auf 2%. Sowohl von der Elektromobilität als auch von Rechenzentren und KI als Treiber des Stromverbrauchs dürften für Deutschland daher eher geringe Impulse ausgehen.

Rechenzentren dürften eher marginal zum steigenden globalen Stromverbrauch beitragen
IEA-Wachstumsprognosen für den globalen Strombedarf nach Sektor bis 2030 (in TWh)



Quellen: IEA, DZ BANK

Durch geringere Energiepreise Wettbewerbsfähigkeit erhöhen

Zumindest im außereuropäischen Vergleich sind die deutschen Strompreise bei Weitem nicht wettbewerbsfähig. Damit haben insbesondere stromintensive Unternehmen in Deutschland einen klaren Wettbewerbsnachteil gegenüber ihren Konkurrenten aus den Vereinigten Staaten.

Stark exportabhängige Unternehmen, etwa aus der chemischen Industrie, könnten durchaus den Anreiz verspüren, zumindest Teile der Produktion in die Vereinigten Staaten zu verlagern. Neben deutlich geringeren Strompreisen würden Chemieunternehmen dort auch von wesentlich geringeren Gaspreisen profitieren. Zudem könnten die Unternehmen so etwaige zusätzliche Zölle der Trump-Administration umgehen.

Niedrigere Energiepreise wären also ein sehr wichtiger Faktor zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen. Letztendlich könnte die Politik mit einer nennenswerten Senkung der Energiepreise folglich auch einer möglichen De-Industrialisierung in Deutschland entgegenwirken. Die Ergebnisse der Sondierungsgespräche zwischen CDU/CSU und SPD zeigen zwar in die richtige Richtung. Ob die angepeilte Entlastung um 5 Cent je kWh aber tatsächlich kommt und dann ausreichen wird, bleibt vorerst abzuwarten.



Deutsche Schuldenbremse Die Suche nach der goldenen Verschuldungsregel

René Albrecht, Analyst

Einst geschaffen, um die steigende Verschuldung einzufangen, hat die Schuldenbremse nicht nur die Ampelkoalition zu Fall gebracht, sondern stand auch im Zentrum des unwahrscheinlichsten Investitionspakets, das Deutschland je bevorstand – einschließlich Grundgesetzänderungen. Für die Zeit nach der Modernisierung der hiesigen Infrastruktur und der Ertüchtigung der Bundeswehr wird es aber auch darum gehen, die nationale Schuldenregel an EU-Normen anzupassen und Verschuldungsspielräume für weitere Investitionen zu schaffen.

Spätestens das Schuldenurteil aus Karlsruhe im November 2023 hat die Schuldenbremse der breiten Öffentlichkeit in Deutschland und international bekannt gemacht. Damals wurde der regierenden Ampelkoalition vom Bundesverfassungsgericht untersagt, zweckbestimmte Gelder, die einem Sondervermögen zugeordnet waren, umzuwidmen. Die Absicht der Regierung lag darin, ungenutzte Kreditermächtigungen (die Erlaubnis, Kredite aufzunehmen, ohne dass das Parlament zustimmen muss) für zukünftige Projekte vorzuhalten. Die Verfassungsrichter sahen darin allerdings eine unzulässige Umgehung der Schuldenbremse. Da keine Einigung auf eine anderweitige Refinanzierung, beispielsweise durch Aussetzen oder Reform der Schuldenbremse, zustande kam, mussten die drei Koalitionäre in einem konjunkturell bereits herausfordernden Umfeld prozyklisch sparen. Neben anderen strukturellen Problemen befindet sich Deutschland auch deshalb seit zwei Jahren in einer Rezession, mit der sich die deutsche Schuldenbremse den Ruf einer Investitions- und Zukunftsbremse erarbeitet hat.

Und dann geht alles doch ganz schnell

In diesem Wissen, obgleich der jüngste Wahlkampf unter anderen Vorzeichen geführt wurde, sowie dem Eindruck einer sich geänderten Sicherheitsarchitektur in Europa einigte sich die wahrscheinliche, neue schwarz-rote Bundesregierung rasch nach der vorgezogenen Bundestagswahl vom 23. Februar auf Anpassungen an der Schuldenbremse. Mithilfe der Grünen und des alten Bundestages wurden Verteidigungsausnahmen, die über 1% des BIP hinausgehen, sowie eine strukturelle Verschuldungsquote von 0,35% für die Bundesländer von der Schuldenbremse ausgenommen. Zudem wurde ein Sondervermögen für Infrastrukturmaßnahmen in Höhe von 500 Mrd. Euro in das Grundgesetz auf- und von

der Schuldenbremse ausgenommen. Je 100 Mrd. Euro daraus stehen den Ländern sowie dem Klima- und Transformationsfonds zu.

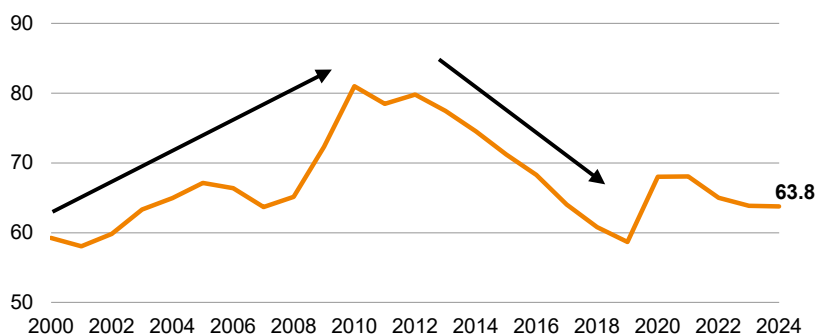
Doch mehr noch: Um den zukünftigen Verschuldungsspielraum zu erhöhen und besser nutzen zu können, einigte sich die schwarz-rote Koalition auch auf eine Kommission, die bis zum Ende dieses Jahres Vorschläge erarbeiten soll, wie die Schuldenbremse reformiert werden kann.

Handlungsfähigkeit des Staates aufrechterhalten vs. Risiken, dass zu wenig investiert wird

Als Ausgangspunkt gilt die Schuldenbremse in ihrer aktuellen Form, die im Grundgesetz verankert ist und dem Bund sowie den Bundesländern verbindliche Vorgaben zum Haushaltsdefizit macht. Für die Länder gilt nun wie für den Bund eine „strukturelle“, also von der Konjunktur unabhängige, Nettoneuverschuldung von maximal 0,35% des nominellen BIP, aktuell etwa 17 Mrd. Euro. Es bestehen aber Ausnahmen im Falle von Naturkatastrophen oder Wirtschaftskrisen, die sich dem Einflussbereich des Staates entziehen, seine Finanzen aber in erheblichem Maße beeinträchtigen. Zudem besitzt die Schuldenbremse ein antizyklisches Element, die Konjunkturkomponente. Demnach dürfen Bund und Länder höhere Schulden machen, wenn das Wachstum schwächelt. Dieses zusätzliche Defizit wird auf einem gesonderten Konto vermerkt und muss in späteren Jahren ausgeglichen werden.

Die Schuldenbremse wurde vor dem Hintergrund des deutlichen Anstiegs der Schuldenquote im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 und 2009 aus der Taufe gehoben. Hierbei flossen auch Erfahrungen ein, dass die bis dahin geltenden Kreditgrenzen unzureichend waren. Diese beschränkten die Neuverschuldung zwar grundsätzlich auf die Finanzierung von Investitionen. Der Investitionsbegriff und die Ausnahmen waren aber zu weit gefasst und hatten eine geringe Bindungswirkung. Sie verhinderten nicht, dass die Schuldenquote über die Jahrzehnte seit der Wiedervereinigung sukzessive anstieg. Mit Einführung der Schuldenbremse gingen ab 2011 das gesamtstaatliche Defizit und die Schuldenstandsquote des Bundes im Trend zurück. Einige Jahre war der Finanzierungssaldo sogar positiv, und im Jahr 2019 unterschritt die Schuldenquote vor Ausbruch der Corona-Pandemie wieder die Schwelle von 60%.

Erst mit der Schuldenbremse bekam Deutschland seine Verschuldung in den Griff
In % des BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

Die Verteidiger der Schuldenbremse erkennen neben einer Förderung der Generationengerechtigkeit genau darin ihren wichtigsten Vorteil – sie begrenzt die Staatsverschuldung und hält den Staat handlungsfähig. Nicht ohne Grund war es Deutschland möglich, am Kapitalmarkt gewaltige Summen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie innerhalb kürzester Zeit zu mobilisieren, zu weiterhin den geringsten Kosten.

Gleichermaßen gibt es Kritik an der Schuldenbremse – vor allem anderen sei sie zu streng, da sie in Abwesenheit von Katastrophen oder Notfällen eine [langfristige Schuldenstandsquote von knapp über 30%](#) ansteuert. Daher wird die Schuldenbremse oft als Hindernis für notwendige öffentliche Investitionen begriffen, das den finanziellen Gestaltungsspielraum gerade in konjunkturellen Stressphasen, wenn also Steuereinnahmen wegfallen und Sozialausgaben ansteigen, unnötig beschränkt. Daran ändert auch die Konjunkturkomponente nicht, wenn der Staat in einer strukturellen Krise wie der aktuellen steckt – dafür fallen die Möglichkeiten zur zusätzlichen Kreditaufnahme zu gering aus. Oder anders gesagt: Die Risiken einer übermäßigen Reduktion der Schuldenstandsquote, namentlich zu geringe Investitionen, sind in der aktuellen Ausgestaltung der Schuldenbremse unterrepräsentiert.

Neue EU-Fiskalregeln bilden Referenz für Reformvorhaben, aber Deutschlands Schuldenregel bleibt strenger

Den Vorwurf, die Schuldenbremse behindere die wirtschaftliche Entwicklung aufgrund fehlender, aber sinnvoller öffentlicher Investitionen, adressiert nun eine Kommission. Deren Aufgabe wird es sein, Reformvorschläge zu erarbeiten. Die Vermutung liegt nahe, dass es sich hierbei zunächst um vorsorgliche Pläne handelt, die – wenn überhaupt – gegen Ende der Legislaturperiode eine Rolle spielen könnten: Einerseits ist der unmittelbare Mittelbedarf gedeckt und die bestehenden Kapazitäten dürften erst einmal ausgelastet sein, andererseits bedürfte es der Zustimmung zumindest von Teilen der Linken-Fraktion im Bundestag, um eine Zweidrittelmehrheit für eine weitere Grundgesetzänderung in der anstehenden Legislaturperiode zusammenzubekommen.

Grundsätzlich lassen sich bei den Überlegungen zur Reform der Schuldenbremse aber zwei Strömungen festhalten.

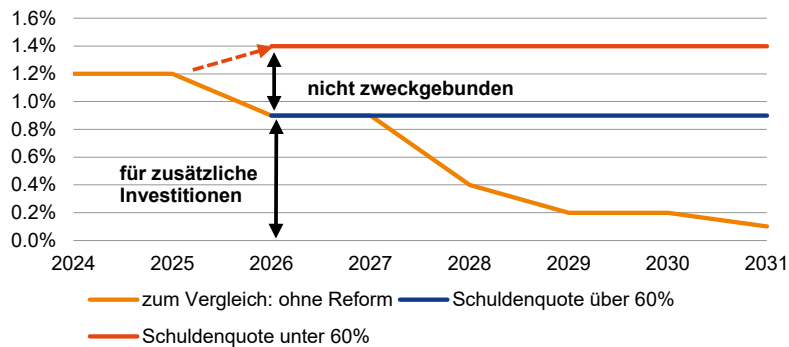
- Einerseits geht es um Verfeinerung von technischen Rahmenbedingungen, also beispielsweise wie das Ausgleichskonto im Zeitablauf gehandhabt wird oder auch der Übergang nach einer fiskalisch expansiven Phase mit Aussetzung der Schuldenbremse zum geordneten Haushalt störungsfreier gestaltet werden kann als in der Vergangenheit.
- Andererseits geht es um eine Lockerung der Vorgaben der Schuldenbremse bis hin zu deren Abschaffung. Denn letztlich muss die Regierung nicht nur die Schuldenbremse einhalten, sondern auch die EU-Fiskalregeln. Diese umfassen zwar anders als die Schuldenbremse alle staatlichen Ausgaben, also auch jene der Länder, Kommunen und der Sozialkassen. Aber auch diese Fiskalregeln besagen, dass die EU-Mitgliedsländer ein Defizit von 3% und eine Schuldenquote von 60% vom BIP nicht überschreiten dürfen.

Der EU-Regelrahmen wurde im vergangenen Jahr geändert, um einzelländerspezifische Begebenheiten besser abzubilden. Zum nachhaltigen Erreichen der Maastricht-Kriterien müssen nun die Mitgliedsländer ihr strukturelles Defizit auf maximal 1,5% des BIP begrenzen. Im Vergleich dazu sind die Vorgaben der deutschen Schuldenbremse derzeit deutlich restriktiver und rufen nach einer Aktualisierung. So beschäftigt sich die Deutsche Bundesbank bereits seit geraumer Zeit mit der Reform der Schuldenbremse und hat ihre Vorschläge nun auf einen neuen Stand gebracht:

- Demnach wäre eine strukturelle Nettokreditaufnahme des Bundes in Höhe von bis zu 0,9% des BIP tragbar, falls die Schuldenstandsquote über 60% beträgt. Diese Neuverschuldung wäre als zusätzliche Investitionskomponente zu verstehen und ist ausschließlich für neue, investive Ausgaben reserviert, also für eine steigende staatliche Investitionsquote.
- Läge die Schuldenstandsquote unterhalb von 60%, dann würde ein „Niedrigschuldensockel“ freigeschaltet, der eine zusätzliche Neuverschuldung in Höhe von 0,5% des BIP ermöglicht, die nicht zweckgebunden wäre. Zusammen könnte die Nettokreditaufnahme des Bundes dann 1,4% des BIP betragen.

Im Vergleich zur aktuellen Fassung wären die Kreditgrenzen somit deutlich großzügiger ausgestaltet, allerdings wäre die Verwendung der Schulden inhaltlich deutlich enger als bisher an zusätzliche Investitionen gebunden. Auch beziehen sich die Empfehlungen ausdrücklich auf den Bund als Schuldner und berücksichtigen entsprechende Reformen bei den Ländern, deren Regeln nun auf jene des Bundes angepasst wurden, bislang nicht. Im Vergleich zu den EU-Fiskalregeln wären die Vorschläge der Bundesbank abermals strenger, ganz nach eigenem traditionellem Anspruch der Bundesrepublik Deutschland, innerhalb der EU für fiskalische Disziplin zu stehen.

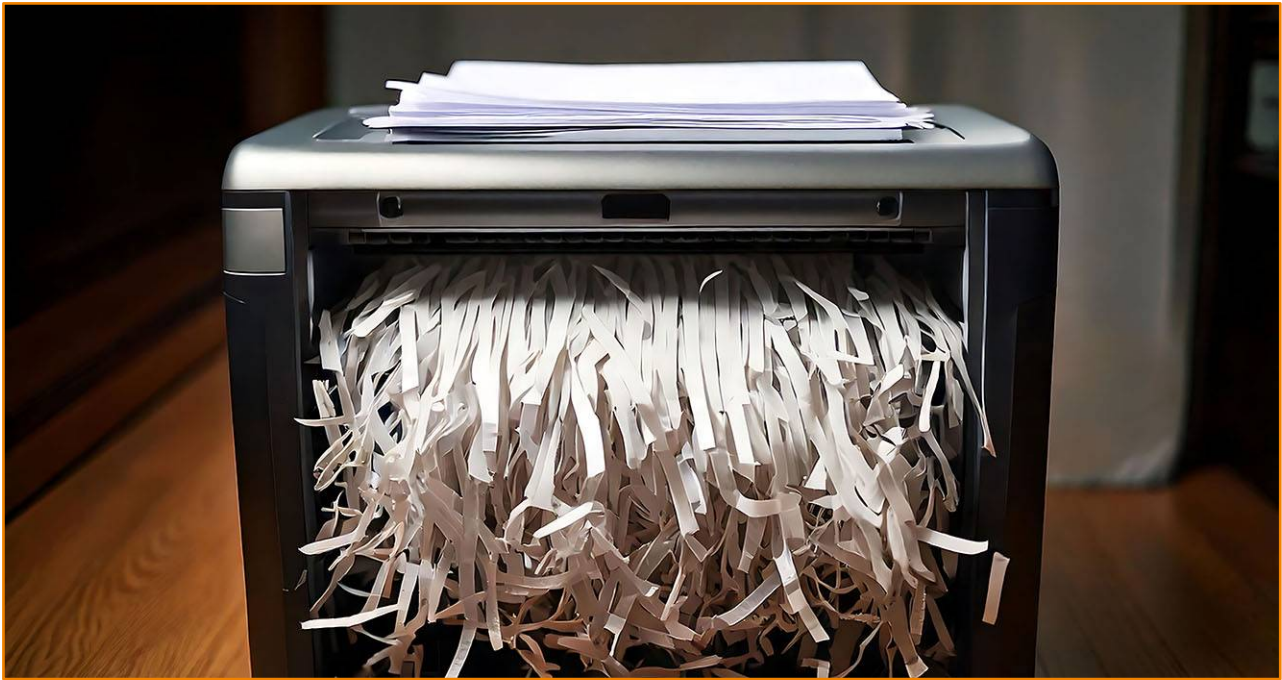
Reform der Schuldenbremse: Projektionen zum strukturellen Defizit des Bundes
In % des BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, DZ BANK

Die nächsten Jahre nutzen!

Eine Reform der Schuldenbremse erscheint unausweichlich. Durch das Sondervermögen Infrastruktur erhält die Politik in Deutschland nach Jahren der Unterfinanzierung große finanzielle Ressourcen und Zeit, um den Investitionsstau im Land aufzulösen. Spätestens nach zwölf Jahren werden dessen Gelder aber aufgebraucht sein – eine Zeitspanne, in der es für die Politik gilt, die strukturelle Fehlkonstruktion der Schuldenbremse, nämlich den Schuldenabbau über Investitionen zu priorisieren, zu beseitigen. Die Bundesbank zeigte mit ihren Vorschlägen Möglichkeiten der Differenzierung und dass sich Deutschland eine höhere strukturelle Neuverschuldung leisten kann, ohne das Feld der soliden Staatsfinanzen zu verlassen. Fraglich bleibt nur, ob damit auch die Zustimmung in den zukünftigen Parlamenten möglich wäre, um diese Vorschläge in geltendes Recht zu überführen.



Wie Regierungen das Bürokratiedickicht lichten können Für und Wider unterschiedlicher Maßnahmen

Alexander Buhrow, Economist / Thomas Kulp, Analyst

Für viele Regierungen rund um den Globus ist Bürokratieabbau ein zentrales Thema, da Unternehmen und Bürger unter der extensiven Regelungslast leiden. Während etablierte Maßnahmen dabei helfen können, diesen „Papierkram-Hürden“ entgegenzuwirken, bleibt die tatsächliche Umsetzung der entscheidende Faktor. Wir stellen die für Deutschland mehr und weniger geeigneten Methoden anderer Länder dar.

„Bürokratieabbau“ haben sich die meisten Parteien im letzten Bundestagswahlkampf auf die Wahlplakate geschrieben. Kein Wunder, denn Unternehmen klagen über regulatorische Hürden, die Innovationen bremsen, und Bürgerinnen und Bürger schlagen sich mit komplizierten Verwaltungsakten herum. Mittlerweile ist das Ausmaß an Bürokratie ein enormer Belastungsfaktor für den Wirtschaftsstandort Deutschland und Europa. Hiesige Unternehmen sehen sich mit einer Vielzahl von Berichts-, Nachweis- und Dokumentationspflichten konfrontiert – und die Zahl der Anforderungen nimmt stetig zu. Auch in anderen Ländern ist der bürokratische Aufwand ein politisches Thema, etwa in den USA. Dass der Bürokratiedschungel durchforstet werden muss, daran gibt es kaum Zweifel. Doch nicht jede Methode taugt dazu, wie die folgenden Beispiele zeigen.

One in, two out: einfache Mathematik gegen Regulierungswut

Das Vereinigte Königreich hat es vorgemacht: Seit 2013 gilt dort die „One-in-two-out“-Regel. Wenn die Regierung eine neue Regelung einführt, muss sie zwei bestehende Vorschriften abschaffen. Das Ziel: Den Regulierungsaufwand dauerhaft reduzieren. Die Umsetzung dieser Maßnahme resultierte in rund 10 Mrd. Pfund weniger Bürokratiekosten innerhalb weniger Jahre. Dabei zeigen wissenschaftliche Studien, dass diese Methode zwar das Wachstum von Regulierung eindämmt, jedoch nicht jede gestrichene Vorschrift auch tatsächlich eine Erleichterung darstellt. Trotzdem bleibt das Modell ein Referenzpunkt für viele Staaten.

Auch Deutschland und die EU-Kommission haben bereits 2015 eine sogenannte „One-in-one-out“-Regelung als Bürokratiebremse eingeführt. Während der Normenkontrollrat (NKR) die Bilanz dieser Regel bis 2020 noch weitgehend positiv bewertete, hat sich das Verhältnis spätestens mit dem Ende der letzten Großen Koalition und dem Amtsantritt der

Ampelkoalition ins Gegenteil verkehrt. Dass diese Bürokratiebremse nicht einwandfrei funktioniert, hängt unter anderem mit den Ausnahmen zusammen. Denn bislang sind nicht nur in Deutschland umzusetzende EU-Regelungen von der „One-in-one-out-Regel“ ausgenommen, sondern auch sogenannte „Einmalaufwendungen“. Eigentlich soll diese Regel jeden Euro an Erfüllungsaufwand durch einen Euro Erfüllungsaufwand, der an anderer Stelle eingespart wird, ausgleichen. In der Praxis gelingt dies aber nicht immer. So summierten sich in Deutschland im Zeitraum 2021/22 die zusätzlichen Bürokratiekosten auf rund 530 Mio. Euro, während die Entlastungen lediglich 125 Mio. Euro betragen. Um einen echten Bürokratieabbau zu erreichen, müsste diese Maßnahme konsequenter umgesetzt und idealerweise zu einer „One-in-two-out“-Regel weiterentwickelt werden. Anderenfalls bleibt es bei einer bloßen Verschiebung von Lasten, ohne dass der Gesamtaufwand für Unternehmen und Haushalte spürbar sinkt.

Deregulierungskommissionen – Experten prüfen, Politik entscheidet

Eine weitere Methode für den Abbau von Bürokratie beruht auf der Einrichtung von unabhängigen Kommissionen, die bestehende Vorschriften systematisch bewerten und den Abbau oder die Vereinfachung ineffizienter Regelungen empfehlen. Diese Kommissionen setzen sich häufig aus Experten, Wissenschaftlern und Vertretern der Wirtschaft zusammen. In Deutschland übernimmt diese Aufgabe der Nationale Normenkontrollrat (NKR). Eine Untersuchung des Think-Tanks CEPS (Centre for European Policy Studies) belegt, dass solche Kommissionen besonders erfolgreich sind, wenn ihre Vorschläge direkt in die Gesetzgebung einfließen. Das Problem ist jedoch, dass Empfehlungen oft folgenlos bleiben, wenn der politische Wille zur Umsetzung fehlt.

E-Government – ultimatives Ziel in der öffentlichen Verwaltung

Estland zeigt, wie moderne Verwaltung funktioniert. Mit seinem digitalen Verwaltungssystem „X-Road“ hat das baltische Land eine effiziente Infrastruktur geschaffen, die Steuererklärungen, Behördengänge und Dokumentenverwaltung drastisch vereinfacht. Während in Deutschland Dokumente oft noch per Fax versendet werden, erledigen estnische Bürger fast alle Behördenprozesse online. Wissenschaftliche Studien zeigen, dass der Einsatz von E-Government nicht nur Zeit spart, sondern auch die Zufriedenheit der Bevölkerung steigert.

Klauseln zur Befristung von Gesetzen

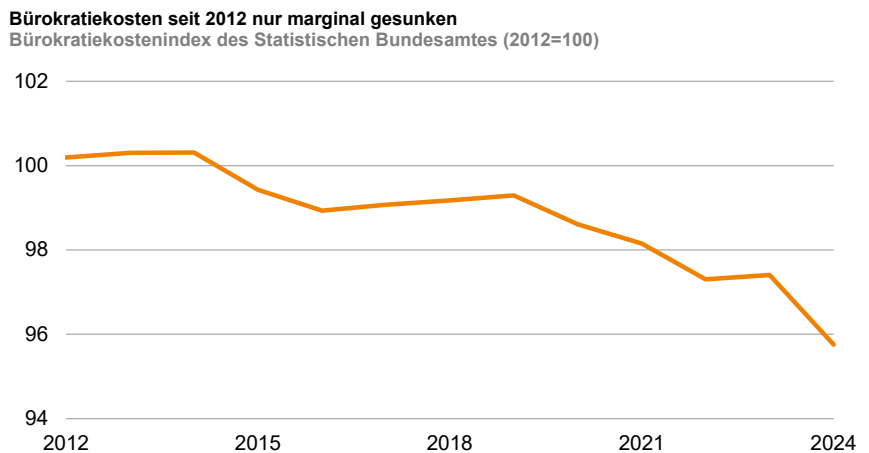
Die sogenannten Sunset-Klauseln legen fest, dass bestimmte Regelungen nach einer festgelegten Frist automatisch außer Kraft treten, sofern sie nicht aktiv verlängert werden. Dadurch wird sichergestellt, dass Gesetze regelmäßig überprüft werden. In den USA ist dieses Prinzip weit verbreitet – etwa bei Steuervergünstigungen oder Umweltschutzauflagen. Diese Methode hilft zwar dabei, ineffiziente oder überflüssige Regeln abzuschaffen. Ein Nachteil dieses Instruments besteht allerdings darin, dass politische Unsicherheit entstehen kann, wenn wichtige Regelungen immer wieder zur Debatte stehen.

Kosten-Nutzen-Analysen – wirtschaftliche Vernunft als Gesetzgeber

In der Theorie klingt es einfach: Neue Gesetze sollten nur dann eingeführt werden, wenn ihr Nutzen die Kosten übersteigt. Die Europäische Kommission nutzt bereits sogenannte „Impact Assessments“ (Folgenabschätzung), um wirtschaftliche Folgen neuer Gesetze im Vorfeld abzuwägen. Eine realistische Einschätzung der ökonomischen Konsequenzen neuer Regelungen ist dabei essenziell.

Bürgerbeteiligung – Betroffene sollten mitreden dürfen

Dänemark geht einen anderen Weg: Dort können Unternehmen in einem Bürokratieabbau-Forum direkt Vorschläge zur Vereinfachung von Vorschriften einbringen. Diese Initiative zeigt, dass diejenigen, die von Vorschriften betroffen sind, oft am besten wissen, welche Regeln überflüssig sind. Politikwissenschaftliche Studien belegen, dass solche Partizipationsprozesse die Akzeptanz und Qualität neuer Regelungen erhöhen können.



Quellen: Destatis, DZ BANK

Die Methode Musk: Kahlschlag

In den USA stand Elon Musk Mitte Februar auf einer Bühne und reckte jubelnd eine Kettensäge in die Höhe, die ihm der argentinische Präsident Javier Milei kurz zuvor übergeben hatte. „Dies ist die Kettensäge für die Bürokratie“, rief er. Ähnlich wie Milei hat Musk der Bürokratie und den hohen Staatsausgaben den Kampf angesagt. Den Startschuss dafür erhielt der Milliardär gleich nach Trumps Amtsübernahme, als der US-Präsident per Dekret das „Department of Government Efficiency“ (Abteilung für Regierungseffizienz, kurz „DOGE“) ins Leben rief und mit der Steigerung der Effizienz im Staatssektor beauftragte.

Seitdem durchforsten Musk und seine Gefolgsleute des DOGE die Behörden und Ministerien nach Einsparpotenzialen. Das Vorgehen ist beispiellos und das Tempo beachtlich. Eine Kettensäge als Symbol für das DOGE reicht eigentlich nicht aus – viel zu langsam, viel zu klein, viel zu vorsichtig. Ein „Harvester“ (Holzvollernter) zum Kahlschlag trifft es besser: Der Staatssektor sei über die Jahrzehnte ausgewuchert und habe sich verselbstständigt. Inzwischen würden Bürokraten über Gelder entscheiden, nicht die durch Wahlen legitimierten Abgeordneten, argumentiert das DOGE. Radikal kürzen, lautet daher jetzt das Motto. Das Risiko, dass es dabei im Staatssektor mal klemmt, wird bewusst eingegangen. Dadurch wird ersichtlich, welche Bereiche wirklich wichtig sind. Und diese Bereiche können bei Bedarf im Nachhinein auch wiederbelebt werden, scheint die Überlegung beim DOGE zu sein – erst abreißen, dann reparieren. Auch Fragen der Rechtmäßigkeit des Vorgehens werden erst einmal ignoriert. Bei der Methode Musk zählt Geschwindigkeit. Es sollen schnell Fakten geschaffen werden.

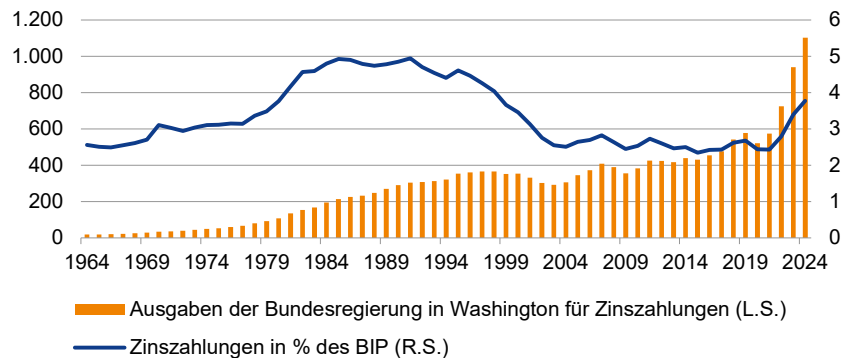
Kaum von Trump beauftragt, haben sich die DOGE-Mitglieder also Zugang zu vielen Behörden und Systemen erkämpft, Verträge gekündigt, Auszahlungen gestoppt und zahlreichen zivilen Mitarbeitern des Bundes ein Abfindungsangebot gemacht: „Jetzt kündigen und bis September bezahlt werden“, hieß es in einer E-Mail. Gleichzeitig wurden die Mitarbeiter der Behörden unter Druck gesetzt, ihre Arbeit nicht mehr aus dem Homeoffice zu verrichten. Etwa 75.000 Beamte sollen daher das Abfindungsangebot angenommen haben. Trump und Musk reicht das aber wohl nicht aus, es soll mehr Personal eingespart werden. Scheinbar besteht der Generalverdacht, dass die Mitarbeiter des Bundes weitgehend unnötige Arbeit verrichten. Daher folgte auch schon eine Entlassungswelle: Zahlreichen Mitarbeitern wurde noch in ihrer Probezeit die Kündigung ausgesprochen. Das Vorgehen erinnert viele an Musks Handlungen kurz nachdem er den Nachrichtendienst Twitter übernommen hatte, und zunächst einen Großteil des Personals entließ.

Erklärtes Ziel des DOGE ist es, bis zum 4. Juli 2026 – dem 250. Unabhängigkeitstag der Vereinigten Staaten – die Staatsausgaben auf das Wesentliche zu reduzieren und so Raum für Steuersenkungen zu schaffen. Viele Ausgabenprogramme können aber nur mit größeren Reformen geändert werden: Denn der Großteil der Ausgaben des Bundes entfällt auf die staatlichen Rentenzahlungen („Social Security“) sowie die öffentliche Gesundheitsversorgung von älteren Personen („Medicare“), Geringverdienern und Sozialbedürftigen („Medicaid“). Dieser Teil der Staatsausgaben ist „obligatorisch“. Das heißt, die Ausgaben werden nicht jährlich vom Kongress bestätigt, weil die Höhe dieser Ausgaben letztlich von der Zahl der Leistungsberechtigten abhängt.

Inzwischen liegt Musks Fokus also mehr auf monetären Einsparungen als auf reinem Bürokratieabbau. Wie groß die Einsparungen ausfallen werden, ist noch nicht sicher. Musk verteidigte aber kürzlich seinen Kurs: Angesichts des

riesigen Schuldenberges und der damit verbundenen Zinslast hätte die US-Regierung gar keine andere Wahl, als radikal die Ausgaben zu kürzen.

Bundeshaushalt der Regierung in Washington: Zinslast hat deutlich zugenommen
L.S. in Mrd. USD, R.S. in % des BIP



Quellen: BEA, DZ BANK

Mehr Mut zur Vereinfachung – aber nicht „zu viel des Guten“

Bürokratie abzubauen, ist keine einfache Aufgabe. Musks Vorgehen in den USA scheint aus deutscher Sicht allerdings „übereifrig“. Keine Frage, die Staatsausgaben kritisch zu durchleuchten, ist sinnvoll. Musks Vorgehen birgt aber auch erhebliche Risiken, die sich gerade noch nicht absehen lassen. Wichtige staatliche Aufgaben könnten zeitweise liegen bleiben. Als Vorbild für Deutschland eignen sich andere Methoden besser. So versprechen digitale Lösungen wie E-Government langfristig die größte Effizienzsteigerung, während Deregulierungskommissionen und Sunset-Klauseln verhindern können, dass sich Vorschriften endlos anhäufen. Wichtigster Faktor ist unterdessen der politische Wille. Ohne konsequente Umsetzung bleiben viele dieser Ansätze bloße Theorie – und der Regelungsdschungel wächst weiter. Erste Ansätze der Regierungen zum Bürokratieabbau müssen daher weiter verfolgt werden. Darüber hinaus könnten eine Bürgerbeteiligung und eine prominenter Kommunikation des bereits Geleisteten dazu beitragen, dass Fortschritte beim Bürokratieabbau auch tatsächlich von der Öffentlichkeit wahrgenommen werden. Es gibt also durchaus vielversprechende Ansätze, übertreiben sollte man es aber nicht.



Rente der Zukunft Eine Rente mit Zukunft schaffen

Thomas Kulp, Analyst

Vor allem der demografische Wandel erfordert Anpassungen des deutschen Rentensystems, um künftig ein nachhaltiges Konzept zu sichern. Dabei gab es in der jüngsten Vergangenheit diverse Vorschläge für eine Rentenreform, die den aktuellen Schwierigkeiten entgegenwirken könnten. Wie die neue wahrscheinlich schwarz-rote Koalition dieses Thema angehen wird, ist noch offen.

Das deutsche Rentensystem richtet sich hauptsächlich nach der gesetzlichen Rentenversicherung, die auf dem Umlageverfahren und damit auf dem sogenannten „Generationenvertrag“ basiert. Dabei zahlen die aktuell Erwerbstätigen ihre Beiträge in die Rentenkasse ein, die dann an die derzeitigen Rentner ausgezahlt werden. Die arbeitende Generation finanziert also die Renten der älteren Generation, während diese im Alter selbst auf die Rentenbeiträge der nächsten Generation angewiesen ist.

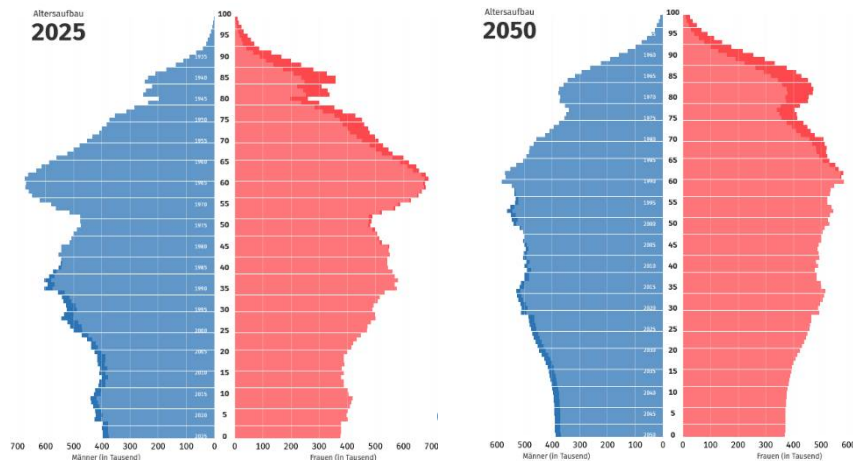
Die Höhe der Rente bemisst sich nach den während des Arbeitslebens erworbenen Entgeltpunkten. Diese Punkte berechnen sich aus dem Verhältnis des eigenen Einkommens zum Durchschnittseinkommen der Gesamtbevölkerung. Ein hoher Beitrag über viele Jahre führt somit zu einer höheren Rente im Alter. Grundsätzlich ist das System zwar solidarisch, da Menschen mit höherem Einkommen mehr einzahlen und daher auch höhere Rentenansprüche erwerben. Das Problem besteht allerdings genau in dem oben genannten Umlageverfahren. Damit reagiert das Rentensystem besonders anfällig auf den demografischen Wandel, der in Deutschland stark ausgeprägt ist. Schätzungen zufolge wird der Anteil der über 65-Jährigen in Deutschland bis 2030 auf rund 30% steigen (aktuell liegt der Anteil bei etwa 20%). Die Alterung der Gesellschaft und die sinkende Geburtenrate führen dazu, dass immer weniger Erwerbstätige die Renten der steigenden Zahl an Rentnern finanzieren müssen. Dieses Ungleichgewicht sorgt für wachsenden Druck auf die Rentenkassen und lässt die Frage aufkommen, ob das System auf lange Sicht noch tragfähig ist.

Derzeit liegt der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung bei etwa 19% des Bruttoeinkommens. Um die Renten weiterhin finanzieren zu können, müsste der Beitragssatz laut dem Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) bis 2040 auf rund 23% steigen. Diese Entwicklung birgt nicht nur die Gefahr, dass die

Rentenversicherungsbeiträge für die jüngere Generation zunehmend untragbar werden, sondern auch, dass das Rentenniveau unzureichend ist. Denn die Rentenhöhe in Deutschland ist oft nicht auskömmlich, um den Lebensstandard im Alter zu sichern. Trotz der Absicherung durch die gesetzliche Rentenversicherung droht vielen Rentnerinnen und Rentnern die Altersarmut. Auch die steigende Lebenserwartung gibt Anlass, das Renteneintrittsalter zu überdenken.

Angesichts dieser Herausforderungen zielen verschiedene Reformvorschläge darauf ab, das Rentensystem zukunftsfähig zu machen und die Rentenversorgung langfristig zu sichern. Unter anderem haben in der Vergangenheit die FDP und der Sachverständigenrat Konzepte vorgestellt, die die Rentenpolitik entscheidend verändern könnten.

Bis 2050 wird eine drastische Alterung der Gesellschaft in Deutschland erwartet Alterspyramide Deutschlands heute und in 25 Jahren



Quellen: Statistisches Bundesamt (Destatis), DZ BANK

Aktienrente und flexibler Renteneintritt

Die FDP setzte auf eine Reform des Rentensystems, die den Generationenvertrag entlastet und gleichzeitig die Rentenbeiträge langfristig stabilisieren soll. Ein zentrales Element dieses Vorschlags ist die Einführung einer sogenannten „Aktienrente“. Dieses Modell sieht vor, dass die Beiträge der gesetzlichen Rentenversicherung nicht nur in die klassische umlagefinanzierte Rentenversicherung fließen, sondern auch in einen staatlich verwalteten Aktienfonds investiert werden. Ziel ist es, von den Erträgen an den Kapitalmärkten zu profitieren und so das Rentenniveau auf Dauer zu erhöhen.

Vorbild für dieses Konzept der Aktienrente ist das schwedische Modell aus den 1990er-Jahren, das erfolgreich Kapital aus den Finanzmärkten nutzt, um Renten zu sichern. In Schweden hat das System dazu beigetragen, ein ausreichendes Rentenniveau zu gewährleisten, selbst in Zeiten, in denen die demografische Entwicklung das Umlageverfahren unter Druck setzte. Womöglich könnte die Aktienrente auch hierzulande dabei helfen, den Anstieg des Beitragssatzes zu bremsen und langfristig die Rentenversicherung zu entlasten, indem sie eine zusätzliche, kapitalgedeckte Finanzierungsebene einführt.

Zusätzlich forderte die FDP, das Renteneintrittsalter flexibler zu gestalten und den Renteneintritt ab dem 60. Lebensjahr ohne Kürzungen zu ermöglichen. Wer sich entscheidet, länger zu arbeiten, soll davon in Form einer höheren Rente profitieren. Nicht gelöst werden dadurch die Probleme der Finanzierbarkeit, diese werden tendenziell sogar verschärft, falls viele Menschen tatsächlich im Alter von 60 Jahren in Rente gingen.

Kopplung des Renteneintrittsalters an die Lebenserwartung und ergänzende (private) Kapitaldeckung

Auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat in seinem Jahresgutachten von 2023/24 konkrete Vorschläge zur Reform des Rentensystems unterbreitet. „Die Rentenpolitik muss sich dem Zielkonflikt zwischen einer angemessenen Alterssicherung und deren nachhaltiger Finanzierbarkeit wegen des demografischen Wandels dringend stellen, um eine ständig steigende Belastung jüngerer und künftiger Erwerbspersonen zu verhindern“, heißt es dort. Grundsätzlich schlägt der SVR vor, das Renteneintrittsalter an die steigende Lebenserwartung

zu koppeln und zugleich die private Kapitaldeckung auszubauen. Zwar würde eine solche Reform die Rentenfinanzen langfristig entlasten, doch wirksam würde sie erst in der Zukunft, wie der SVR betont.

Auch hier verfolgt man die Idee, durch zusätzliche Investitionen in Aktienfonds die Rentenleistungen zu erhöhen. Dies könnte dabei helfen, das System unabhängiger von den demografischen Entwicklungen zu machen und so eine nachhaltige Rentenpolitik zu ermöglichen. Gleichzeitig könnten damit die breite Masse der Bevölkerung Zugang zum Kapitalmarkt erhalten und die Aktienkultur positiv beeinflusst werden.

Für kurzfristigere Entlastungen hat der SVR ebenfalls einiges vorgeschlagen, wie beispielsweise den Nachhaltigkeitsfaktor zu stärken oder Bestandsrenten an die Inflation anzupassen. Mit dem Nachhaltigkeitsfaktor soll sichergestellt werden, dass die Rentenversicherung in einem stabilen finanziellen Rahmen bleibt, indem das Rentenniveau an die Lebenserwartung und die wirtschaftliche Entwicklung angepasst wird. Eine nach Einkommen gestaffelte Rentenberechnung könnte zudem helfen, soziale Härten abzufedern. Für zusätzliche Entlastung sorgen könnten laut Sachverständigenrat weitere Maßnahmen wie eine Reform der Witwen- und Witwerrente oder die Einbeziehung von Beamten in die gesetzliche Rentenversicherung.

Die Rentenpläne der künftigen Koalitionspartner

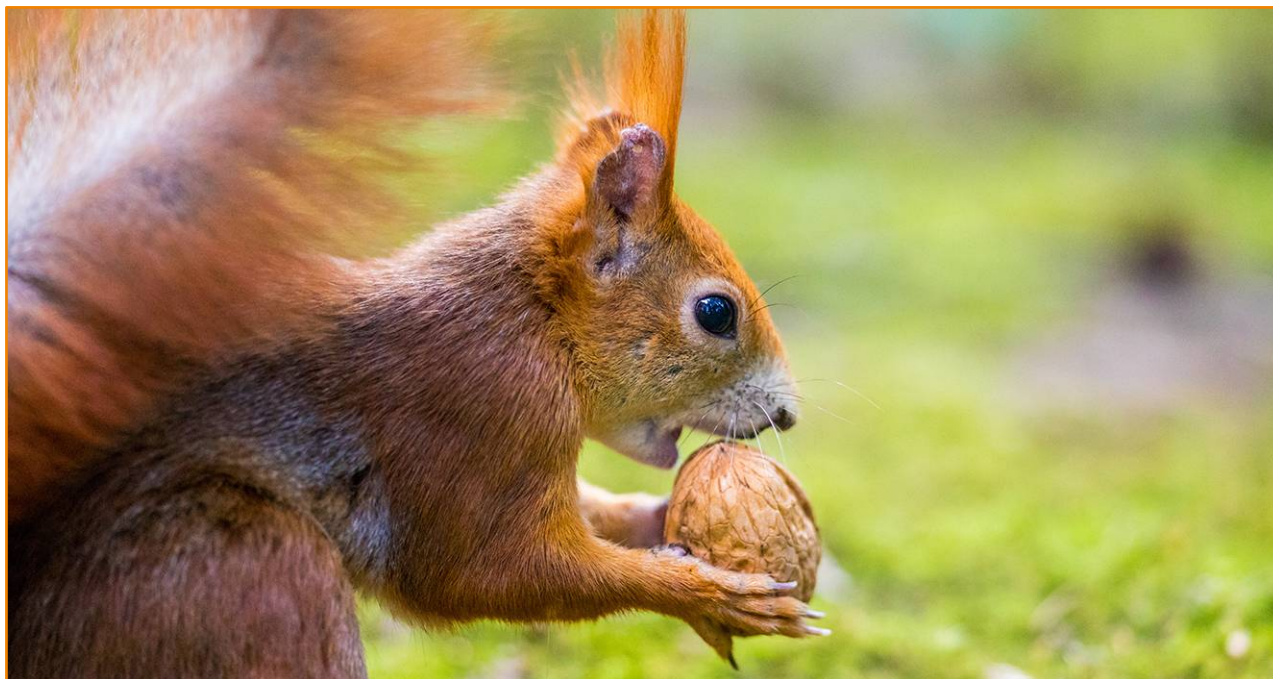
Im März 2025 drehte sich alles in der deutschen Politik um die zusätzlichen Finanzmittel für Verteidigung und Infrastruktur sowie die Lockerung der Schuldenbremse. Daher ist das Thema Rente zwar in den bisherigen Koalitionsgesprächen in den Hintergrund geraten. Die Wahlprogramme der potenziellen Koalitionspartner geben jedoch Auskunft darüber, wie sich die jeweiligen Parteien das künftige Rentensystem hierzulande vorstellen.

Zentrale Elemente der Rentenpolitik der Union umfassen die „Aktivrente“, die Rentnern die Freiheit geben und damit nicht zuletzt auch einen Anreiz schaffen soll, länger zu arbeiten und dabei von einem höheren steuerfreien Grundfreibetrag von 24.000 Euro jährlich zu profitieren – also 2.000 Euro im Monat. Mit einer Frühstart-Rente möchte die CDU zudem Familien fördern, indem sie jungen Menschen zwischen sechs und 18 Jahren monatlich 10 Euro auf ein Kapitalkonto einzahlt, um schon von klein auf für das Alter vorzusorgen. Solche Sparpläne können vom Zinseszinsseffekt profitieren, wobei bereits kleine Beträge einen Beitrag für den Vermögensaufbau für die Zukunft leisten können. Weiterhin betont die CDU, dass das Renteneintrittsalter stabil bei 67 Jahren bleiben soll. Ihre Rentenpolitik setzt auf eine Kombination aus „verantwortungsvoller privater Vorsorge“, Anreizen und langfristiger Nachhaltigkeit, um sicherzustellen, dass die Rentenversicherung heute funktioniert und auch für künftige Generationen tragfähig bleibt.

Dagegen fordert die SPD ein Rentenniveau von mindestens 48% und lehnt sowohl Rentenkürzungen als auch eine Erhöhung des Renteneintrittsalters ab. Die „Rente mit 63“ soll bestehen bleiben, sodass langjährige Versicherte weiterhin ohne Abschlüsse früher in Rente gehen können. Es soll langfristig sichergestellt werden, dass alle Erwerbstätigen in die gesetzliche Rentenkasse einzahlen, weshalb die Partei eine stärkere Verbreitung von Betriebsrenten fordert, insbesondere durch steuerliche Anreize für Geringverdiener. Zudem soll es Rentnern ermöglicht werden, mit ihrem früheren Arbeitgeber einen befristeten Arbeitsvertrag nach dem Renteneintrittsalter abzuschließen. Wer über das Regelrentenalter hinaus arbeitet, soll einen Beitragsaufschlag erhalten, den der Arbeitgeber normalerweise an die Renten- und Arbeitslosenversicherung zu zahlen hätte.

Von allem etwas – vielleicht die Lösung

Der demografische Wandel, die steigende Lebenserwartung und die wachsende Zahl an Rentnern stellen das deutsche Rentensystem zunehmend auf die Probe. Um es zukunftsfähig und nachhaltig zu machen sowie den Rentenansprüchen gerecht zu werden, sind Reformen dringend notwendig. Auch wenn die FDP nicht mehr Teil des Bundestags ist, dienen Konzepte wie die Aktienrente sowie die Ideen für kurzfristige Entlastungen des Rentensystems vonseiten des Sachverständigenrates als Bausteine für künftige Reformen. Die wahrscheinlich anstehende Koalition aus Union und SPD dürfte zwar in den kommenden Monaten konkrete Pläne für die Rentenpolitik vorstellen. Allerdings bleibt abzuwarten, ob Elemente der genannten Vorschläge von externer Seite tatsächlich verwendet werden, oder ob die Parteien versuchen, die Pläne ihrer Wahlprogramme umzusetzen. Möglicherweise kommen sie aber auch gemeinsam auf neue Ideen, die in Richtung eines nachhaltigeren Rentensystems tendieren.



**Eine harte Nuss (zu knacken)
Wie Schwarz-Rot die Wende am Wohnungsmarkt schaffen kann**

Thorsten Lange, Economist

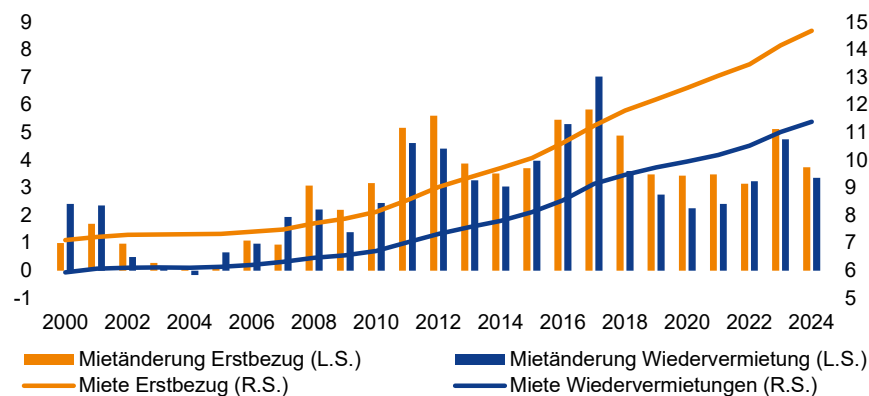
Wohnen betrifft jeden, deshalb treibt das Thema viele Menschen um. Die Linke erkannte das und traf mit Wohnungsnot und hohen Mieten vor allem bei jungen Wählern ins Schwarze. Anfang Januar lag die Partei bei 3% und zitterte um den Einzug in den Bundestag, doch am Wahltag hatte sie ihren Anteil auf 8,8% verdreifacht. Dieser Erfolg ist auch eine Ansage an die neue Regierung, die Anspannung am Wohnungsmarkt substantziell zu mildern.

Für die nächste wohl wieder schwarz-rote Bundesregierung mit Friedrich Merz als Kanzler ist der Wohnungsmarkt eine größere Herausforderung, als es bei früheren – von Angela Merkel geführten – schwarz-roten Koalitionen im Bund der Fall war. Knappe und teure Wohnungen betreffen inzwischen nicht nur eine überschaubare Zahl von Großstädten, sondern sind zum landesweiten Problem geworden. Verschärfend wirken sich hierbei der eingebrochene Neubau und der durch Überregulierung erstarrte Mietmarkt aus. Stark belasteten Mietern ist selbst mit günstigen Sozialwohnungen kaum noch zu helfen, weil deren Zahl seit den 1980er-Jahren von fast 4 Millionen auf knapp über 1 Million zurückgegangen ist. Ein weiteres Problem betrifft Eigenheime, die für die Mittelschicht fast nicht mehr zu bezahlen sind.

Allerdings überrascht das Ausmaß der Anspannung angesichts der Eckdaten des Wohnungsmarktes. Denn Wohnraum ist in Deutschland mit 4 Mrd. m² Wohnfläche in 44 Millionen Wohnungen für 84 Millionen Einwohner nicht knapp bemessen. Legt man den Pro-Kopf-Flächenbedarf der 1990er-Jahre zugrunde, wäre sogar Platz für mehr als 110 Millionen Menschen, sodass die seitdem durch Zuwanderung um 3 Millionen Einwohner vergrößerte Bevölkerung gut verkraftbar gewesen wäre. Doch der Wohnflächenverbrauch pro Kopf weitete sich durch höhere Wohnansprüche und demografische Effekte um ein Drittel auf durchschnittlich 48 m² aus. Dazu tragen vor allem ein starker Anstieg der Singlehaushalte durch die Alterung der Bevölkerung und gesellschaftliche Trends bei. In Großstädten lebt in gut der Hälfte der Haushalte nur eine Person. Demgegenüber nimmt die Zahl größerer Haushalte sukzessive ab.

Knappes Wohnungsangebot lässt deutsche Mieten anhaltend steigen

L.S.: Mietveränderung in % gegenüber Vorjahr, R.S.: Miete in Euro/m²



Quellen: bulwiengesa, DZ BANK

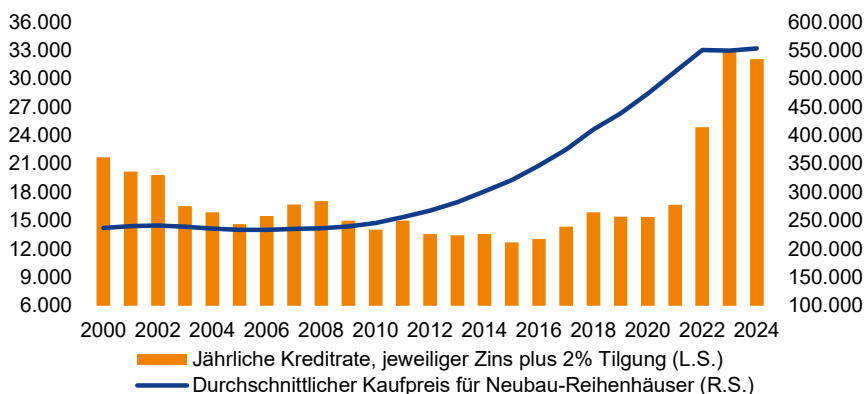
Damit passt das Angebot aus wenigen kleinen, aber vielen mittelgroßen und großen Wohnungen sowie Häusern immer schlechter zum heutigen Wohnbedarf, sodass ein zunehmender Teil der Bevölkerung in einer de facto überdimensionierten Wohnung lebt. Hinzu kommt, dass der Umzug bei vor langer Zeit abgeschlossenen Mietverträgen immer unattraktiver wird, weil der Abstand der gedämpft steigenden Bestandsmieten zu den dynamisch anziehenden Neuvertragsmieten immer größer wird. In teuren Städten ist es gut möglich, dass die Kaltmiete nach einem Umzug trotz halbiertes Wohnfläche höher als in der alten Wohnung ausfällt.

Von politischer Seite mehr Marktregulierung als Neubau

Statt den Bau kompakter Stadtwohnungen für die veränderten Wohnbedürfnisse durch den gesellschaftlichen Wandel zu forcieren, setzte die Politik für das Ziel erschwinglicher Wohnungen auf die aus ihrer Sicht smartere Mietregulierung. Mietern wird schnelle Abhilfe suggeriert, während die Immobilienwirtschaft die Lasten trägt. So kamen zur 2015 – auch von einer schwarz-roten Bundesregierung – eingeführten Mietpreisbremse weitere Regulierungsmaßnahmen wie Kappungsgrenzen bei Mieterhöhungen hinzu. Dank des Zinstiefs waren negative Folgen für den Wohnungsbau zunächst kaum zu spüren, denn angesichts niedriger oder negativer Kapitalmarktrenditen hatten Anleger großes Interesse an besser rentierlichen Wohnbauinvestitionen. Das ist nun anders, weil durch höhere Bau- und Finanzierungskosten der Neubau einbrach und somit die Wohnungsknappheit noch verstärkt wurde. Zudem erlaubt die angespannte Kassenlage keine teuren Neubauprogramme.

Die höheren Zinsen vergrößern den Handlungsdruck aber auch, weil der Erwerb von Wohneigentum wesentlich schwieriger geworden ist. Mit den gegenüber 2021 in etwa verdoppelten Kreditraten lässt sich der Traum von einer eigenen Immobilie kaum noch verwirklichen. Das ist einerseits frustrierend, wenn der Kauf eines Hauses selbst mit zwei Einkommen nicht gelingt. Andererseits verstärken die verhinderten Eigenheimkäufer die Nachfrage nach den ohnehin knappen Mietwohnungen. Zudem bremsen die Baukrise und der von hohen Mieten belastete private Konsum die wirtschaftliche Entwicklung. Diese leidet auch, weil die Fachkräftegewinnung schwieriger wird, wenn in der Nähe des Arbeitsortes keine geeigneten Wohnungen verfügbar sind.

Durch den Zinsanstieg sind die Kreditraten in die Höhe geschossen
 L.S.: Jährliche Kreditrate in Euro, R.S.: Kaufpreis Reihenhauser in Euro



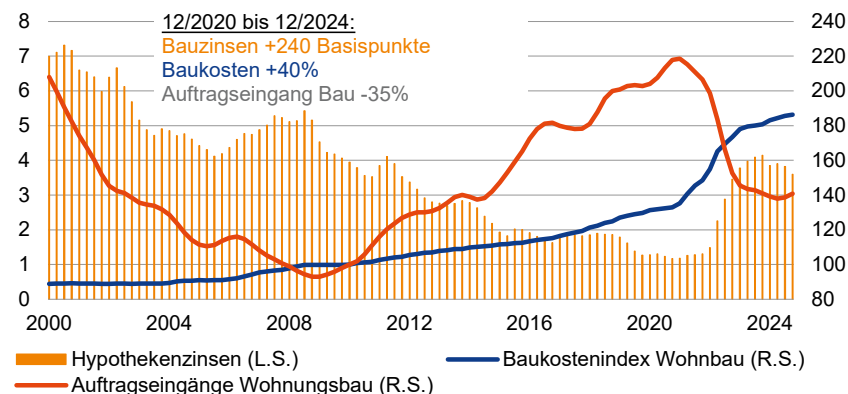
Quellen: bulwiengesa, Bundesbank, DZ BANK

Die ab 2021 amtierende „Ampel“ verfehlte ihr Ziel beim Neubau von jährlich 400.000 Wohnungen. Bis 2026 könnte sich der Wert sogar auf unter 200.000 Fertigstellungen halbieren. Doch sie ging das Problem des teuren Bauens und überbordender Vorschriften an. Der Öffentlichkeit bleibt wohl vor allem das „Heizungsgesetz“ in Erinnerung. Aus Immobiliensicht bedeutsamer waren jedoch die nicht mehr realisierten Entwürfe für den günstigeren Gebäudetyp E (wie einfach) sowie die Baugesetzbuchnovelle.

Günstigeres Bauen und zielgerichtete Regulierung würde Mietern helfen

Damit wird der wohnungspolitische Einstieg für CDU/CSU und SPD einfacher, denn beim günstigeren und schnelleren Bauen sind sich die Parteien weitgehend einig und können dank der Vorlagen der Vorgängerregierung rasch handeln. Das ist gut, denn ohne die Senkung der binnen vier Jahren um 40% gestiegenen Kosten für den in Deutschland ohnehin teuren Wohnbau kommt dieser nicht wieder in Schwung. Was möglich ist, zeigt das Konzept einer Hamburger Initiative. Durch schnellere Genehmigungsverfahren und einfachere Baustandards lassen sich die Baukosten um bis zu 2.000 Euro je m² senken. So könnte die monatliche Kaltmiete, die im Neubau derzeit 20 Euro je m² und mehr beträgt, um 7 Euro je m² niedriger ausfallen. Dafür bekommen die Mieter allerdings auch eine Wohnung mit einem niedrigeren Standard als bisher. Zudem wird damit im Wesentlichen der vorherige Baukostenanstieg ausgegübelt. Bauen wird günstiger, aber nicht günstig, sodass die Rückkehr zu jährlich 300.000 Fertigstellungen ein Erfolg wäre. Hilfreich wäre eine Bauförderung durch zinsgünstige Immobiliendarlehen oder eine reduzierte Mehrwertsteuer auf Wohnbauleistungen, die aber in erheblichem Umfang öffentliche Mittel verschlingen würde. Ohnehin kann die Wohnungskrise mit Blick auf die demografische Entwicklung nicht „weggebaut“ werden, sie lässt sich aber durch mehr Neubau mildern.

Nach dem Zins- und Baukostenanstieg brach der Wohnungsbau ein
 L.S.: Zinsen in %, R.S.: Indizes Baukosten Aufträge 2010 = 100



Quellen: Destatis, Oxford Economics, DZ BANK

Unumgänglich ist auch das Auftauen des durch Regulierung erstarrten Wohnungsmarktes, damit der Wohnungsbestand effizienter genutzt wird. Doch bei der Mietregulierung liegen CDU/CSU und SPD über Kreuz. Zwar will die Union diese nicht abschaffen, aber auf den Prüfstand stellen. Dagegen setzt die SPD auf eine weiter verschärfte Regulierung. Nach Stand der Verhandlungen soll die Mietpreisbremse erst einmal um zwei Jahre verlängert werden. Blicke auf Dauer als Schnittmenge der Status quo am Wohnungsmarkt erhalten, schrumpfte das Angebot an regulären Mietwohnungen weiter und der umzugshemmende Abstand zwischen gedämpften Bestands- und schneller steigenden Neuvertragsmieten würde größer. Mieter bleiben dann in ihren günstigen oft zu großen Wohnungen und „horten“ Wohnraum. Damit wären die Aussichten für Wohnungssuchende noch düsterer.

Pläne überdenken!

Die Wende am Wohnungsmarkt kann gelingen. Dafür muss der entschlackte Neubau anziehen und eine zielgerichtete Mietregulierung das Wohnungsangebot im Bestand verbessern. Gut situierte Haushalte können Marktmieten zahlen, sie brauchen weder Kappungsgrenze noch Mietpreisbremse. Die von CDU/CSU verfolgte Abschaffung des Heizungsgesetzes löst nicht das Problem hoher Treibhausgasemissionen aus dem Heizungskeller. Ob Hausbesitzer mit einer Neuregelung besser fahren, bleibt abzuwarten. Gegenwind könnte das Bauen und Sanieren durch die milliarden-schweren Investitionsprogramme für Infrastruktur und Verteidigung erfahren: Zum einen wird die steigende Verschuldung wohl ein höheres Niveau bei den für den Immobilienmarkt wichtigen langfristigen Zinssätzen hervorrufen. Zum anderen kann die steigende Nachfrage nach Bauleistungen für Brücken, Straßen und Schulen auch für weiter anziehende Baukosten sorgen.



Alle Staatsgewalt geht vom Volke aus – aber wo geht sie hin?
(Bert Brecht, 1930)

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. Und selten, aber in letzter Zeit öfter, regt er sich sogar auf.

Diogenes denkt in diesen Zeiten öfter an seinen Kollegen Platon, der ja der Meinung war, dass Philosophen an der Regierung sein sollten. Wenn Platon noch am Leben wäre, wäre er sicher enttäuscht, dass Diogenes bei der Bundestagswahl nicht als Kanzlerkandidat angetreten ist und der andere Kandidat, der studierter Philosoph ist, durchgefallen ist.

Tut mir leid, Plato, dich zu enttäuschen. Du hast ja deine These damit begründet, dass nur Philosophen erkennen können, was das „Gemeinwohl“ ist. Das sieht Diogenes anders. Er hält es eher mit einem neueren Denker namens Adam Smith, der sagt, dass das Gemeinwohl nicht ein von vornherein feststehendes Ziel ist, sondern – wenn es denn gut geht – das Ergebnis sozialer, wirtschaftlicher und politischer Prozesse. Politiker, die dem Gemeinwohl dienen wollen, sollten also nicht im Ideenhimmel nach Leitlinien suchen, sondern sich möglichst nüchtern an der Realität orientieren.

In der attischen Demokratie war es vielleicht vorstellbar, dass ein sehr weiser Mann alle Fäden zusammenhält. Heute kann – meint jedenfalls Diogenes – auch der weiseste Mensch nicht die gesamte Realität so erfassen, dass er sie zum Gemeinwohl lenken könnte.

Das ist übrigens auch das Hauptargument für unsere pluralistische Staatsform mit Gewaltenteilung, unabhängiger Justiz, parlamentarischer Opposition, Föderalismus, und einem vielfältig aufgefächerten, fest angestellten oder verbeamteten Regierungs- und Verwaltungsapparat, in dem es idealerweise für alles und jedes kenntnisreiche zuständige Menschen gibt.

All das verleiht dem Staat Stabilität und schützt vor einem Staatsstreich von unten oder von oben. Dass es eine gewisse Trägheit mit sich bringt, findet Diogenes durchaus angemessen – ein Staat ist ja kein Internet-Start-up. Da Diogenes Menschenfreund ist, nimmt er den allermeisten Politikern und Staatsbediensteten auch ab, dass sie ihre Arbeit nach bestem Wissen und Gewissen ausüben und sich nicht gegen sinnvolle Veränderungen sperren.

Es sieht aber mal wieder so aus, als ob Diogenes mit dieser Sicht in der Minderheit ist. Die Protestwähler aller Herren Länder sind vom Misstrauen gegenüber Politikern und Staatsdienern und gegenüber dem Staatsapparat als Ganzem getrieben. Sie sind sich zwar nicht einig, ob der Staat zu viel tut und sich zu sehr einmischt, oder ob er zu wenig tut und entscheidungsfähiger und schlagkräftiger werden soll. Aber einig sind sie sich, dass einmal gründlich „aufgeräumt“ werden muss.

Jetzt haben diese Unzufriedenen im mächtigsten Mann der Welt einen Gleichgesinnten gefunden. Der hält große Teile des öffentlichen Dienstes nicht nur für faul, teuer und überflüssig, sondern meint, dass sie geradezu organisiert gegen die Interessen seines Landes arbeiten. Deshalb begann er schon am ersten Tag, eine öffentliche Einrichtung nach der anderen zu demontieren. Außenpolitik betreibt er nach spontanen Eingebungen, oder vielleicht danach, wer ihn gerade angerufen und hofiert hat – dazu braucht es keinen diplomatischen Dienst. Sogar das Militär ist vor seinen unberechenbaren Einmischungen nicht mehr sicher.

Er hat dem reichsten Mann der Welt eine Position an den Hebeln der Macht gegeben, und der Rest seiner Mannschaft zeichnet sich allein durch persönliche Hörigkeit aus. Er regiert ohne Beteiligung des Parlaments per Dekret, das Parlament hat kaum Möglichkeiten, daran etwas zu ändern, und gegenüber der Justiz ist er de facto immun.

Der amerikanische Historiker Timothy Snyder nennt das ohne Einschränkung „a coup“, einen Staatsstreich. Andere sprechen von einem „power grab“ – auf gut Deutsch „Machtergreifung“. Die viel gerühmte Verfassung hat das nicht verhindert. Die Erzählung von den „checks and balances“, die die Demokratie sichern, stellt sich als Märchen heraus.

Es stimmt – das Volk hat den Mann gewählt. „Alle Staatsgewalt geht vom Volke aus“, hieß es ja schon in der Weimarer Verfassung. Bert Brecht ergänzte den Satz durch „... aber wo geht sie hin?“ Wussten die Wähler, in welchen Händen die Macht landen würde?

Den Anhängern der deutschen AfD, der österreichischen FPÖ, der britischen Reform UK, der italienischen Fratelli d'Italia, der polnischen PiS, der ungarischen Fidesz, der niederländischen Parti voor de Vrijheid würde Diogenes wünschen, dass sie sich einmal klarmachen, was sie da unterstützen: Absolutismus – ein Mann bestimmt alles. Plutokratie – die reichsten Männer der Welt stehen ihm nahe. Imperialismus – Kanada, Grönland, Panama, Gaza will man sich einfach einverleiben. Und schließlich Neoliberalismus in Reinform – unregulierte Märkte, auf denen allein das Geld entscheidet.

Es scheint Diogenes, als ob der Aufstand der „kleinen Leute“ – wie schon so oft in der Geschichte – Gefahr läuft, in das genaue Gegenteil dessen umzuschlagen, was sie eigentlich wollen. Und da darf auch der Philosoph sich einmal aufregen.

Hinweise

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

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

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

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

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2025
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 28. März 2025

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

- 4.1 **Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income, in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen, und ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen, sind keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 **Nachhaltigkeitsanalyse**
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 **Aktienindizes**
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 **Währungsräume**
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der

Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind. **„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann. **„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann. **„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann. Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im 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:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

- 6.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittsperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 6.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4** Die **Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft** und die ihnen **nahestehenden Personen** dürfen **grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**
- 6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die

Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. RECHTLICHE HINWEISE

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