

FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG für Privatkunden.



Veröffentlicht am:
5.12.2025 11:15 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](#).

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthusen

Dr. Michael Holstein

Führt der staatliche Kickstart zu nachhaltigem Wachstum?

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

das Jahr 2025 war von erheblichen politischen und geopolitischen Turbulenzen geprägt, die tiefgreifende Auswirkungen auf die Wirtschaft hatten. Zu den hierzulande bereits bestehenden Strukturproblemen – wie Bürokratieaufwand, hohe Energie- und Produktionskosten, Investitionsstau sowie die demografische Entwicklung und Fachkräftemangel – gesellten sich globale Unsicherheiten. Insbesondere die aggressive US-Handelspolitik einschließlich ihrer Zölle setzte die hiesigen Unternehmen zusätzlich unter Druck und führte zu einer Phase der Unsicherheit. Zugleich ist der vielerorts erwartete globale Konjunkturereinbruch ausgeblieben und die internationalen Finanzmärkte haben sich robust entwickelt, gerade mit Blick auf die Aktienmärkte sogar eine dynamische Aufwärtsbewegung gezeigt.

In dieser Friedrich-Ausgabe beleuchten wir, wie sich die Situation im Jahr 2026 weiterentwickeln wird. Und wenngleich die nächsten zwölf Monate ebenso wie die letzten die ein oder andere Unwägbarkeit bereithalten sollte, gibt es unseres Erachtens zahlreiche Gründe, dem Jahreswechsel aus der Perspektive der Konjunktur und der Finanzmärkte mit Zuversicht zu begegnen.

Der dieser Haltung zugrunde liegende vorsichtige Optimismus erstreckt sich zum einen auf die Weltwirtschaft. Diese dürfte sich, getragen von massiven staatlichen Investitionen und einem anhaltenden Boom im Bereich Künstlicher Intelligenz (KI) insbesondere in den USA, erneut robust präsentieren. Auch im Euroraum und Deutschland zeichnet sich eine Erholung ab. Deutschland, das in den Vorjahren mit einer rezessiven Phase zu kämpfen hatte, wird 2026 von staatlichen Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung profitieren, wenngleich der Export weiterhin schwächelt. Für nachhaltiges Wachstum auf längere Sicht bleiben unterdessen tiefgreifende Reformen unerlässlich, Stichwort Bürokratieabbau. Überdies werden an den Aktienmärkten trotz ambitionierter Bewertungen neue Rekordstände erwartet. So sollten die Unternehmen in den großen Indizes doch das insgesamt freundliche Umfeld nutzen können, um ihre Gewinne deutlich zu steigern. Gerade in den USA dürfte das Thema Künstliche Intelligenz weiter Rückenwind liefern, wobei aufkeimende – und unseres Erachtens zum jetzigen Zeitpunkt überzogene – Sorgen vor einer Blasenbildung immer wieder vorübergehend Verunsicherung schüren könnten.

Es wird also auch 2026 – einem Jahr der Bestätigung und Bewährung – spannend bleiben.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen besinnliche Festtage und einen guten Jahreswechsel.
Ihr DZ BANK Research-Team

Inhalt

AUSGABE 4/2025



KAPITEL 1

Vorsichtiger Konjunkturoptimismus

Volkswirtschaftlicher Ausblick 2026

Seite 6



KAPITEL 2

EZB am Ende, Fed auf Talfahrt

Geldpolitischer Blick ins Jahr 2026

Seite 10



KAPITEL 3

Yin und Yang sind aus dem Takt

Chancen und Herausforderungen
am Wohnungsmarkt

Seite 13

**Ausblick 2026:
Zuversicht trotz
anhaltender
Herausforderungen**

KAPITEL 4

Experten-Interview

Mit Dr. Jan Holthusen, Leiter des Bereichs
Research und Volkswirtschaft der DZ BANK

Seite 17



KAPITEL 5

Dollar mit Abwertungspotenzial

Währungsausblick 2026

Seite 20



KAPITEL 6
Innovationen und starke Impulse setzen Kurs
Aktienjahr 2026

Seite 22



KAPITEL 7
Mischpult
Musterportfolio

Seite 25



KAPITEL 8
Seitwärts gen Süden
Ölpreis 2026

Seite 29



KAPITEL 9
Von sicheren Häfen und Spekulationsobjekten
Gold und Bitcoin

Seite 32



KAPITEL 10
Das „A“ und „O“ im nächsten Jahr
Chancen und Risiken 2026

Seite 36



KAPITEL 11
Glosse
Diogenes schaut lieber nicht
in die Glaskugel

Seite 40



Vorsichtiger Konjunkturoptimismus Volkswirtschaftlicher Ausblick 2026

Monika Boven, Alexander Buhrow und Dr. Christoph Swonke, Economists

Nach dem wirtschaftlich schwierigen Jahr 2025 ist unser Blick auf das kommende Jahr von etwas mehr Zuversicht geprägt. So zeichnet sich für Deutschland endlich eine konjunkturelle Erholung ab. In den USA sorgen steigende „KI-Investitionen“ und Konsumausgaben für Wachstum. Und in China schlägt sich der Exportsektor überraschend wacker. Frei von neuen Herausforderungen und Risiken wird 2026 allerdings nicht sein.

2025 neigt sich dem Ende zu, ein Jahr, das über weite Strecken von der unbeständigen Zollpolitik des US-amerikanischen Präsidenten dominiert wurde. Das Hin und Her mit Zollsätzen in einer Höhe, wie es sie seit Jahrzehnten nicht mehr in den USA gegeben hat, hat eine extreme Verunsicherung im internationalen Handel ausgelöst. Inzwischen beträgt der durchschnittliche Zoll, mit dem die Vereinigten Staaten Einfuhren in ihr Land verteuern, ein Vielfaches der Rate vom Jahresbeginn. Betroffen sind so gut wie alle Volkswirtschaften, die mit dieser Belastung auch ins kommende Jahr 2026 gehen.

Optimistisch stimmt jedoch, dass sich die Weltwirtschaft trotz der multiplen Zollschocks bislang als bemerkenswert resilient erwiesen hat. Zum einen aufgrund von Vorzieheffekten, die 2026 sicherlich kaum noch eine Rolle spielen werden. Zum anderen haben sich aber auch neue Wachstumsträger herausgebildet, die die Wucht der Zölle abfedern konnten: Hohe IT-Investitionen in den USA oder die Erschließung alternativer Absatzmärkte für chinesische Exporte sind Beispiele, die die Konjunktur auch im kommenden Jahr stützen sollten. Derweil wurde in Deutschland mit den Beschlüssen zur Ausweitung der Staatsverschuldung für Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur die Basis im Kampf gegen die Stagnation und für Wachstumsimpulse im Jahr 2026 gelegt.

Deutschland: Expansive Fiskalpolitik sorgt für Konjunkturbelebung

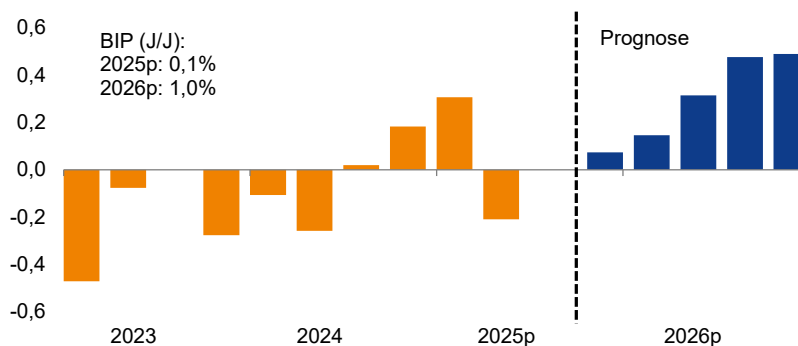
In Deutschland traf die aggressive US-Zollpolitik auf eine ohnehin stark geschwächte Konjunktur. Zwischenzeitlich schrumpfte die Wirtschaftsleistung im Jahresverlauf, im Gesamtjahr 2025 dürfte das Bruttoinlandsprodukt mit einem Mini-Plus von 0,1% kaum zugelegt haben. Wachstumshoffnungen sind jedoch mit den geplanten wesentlich höheren staatlichen Investitionsausgaben verbunden. Hierzu hat die neue schwarz-rote Regierung ein Sondervermögen für

Infrastruktur in Höhe von 500 Mrd. Euro geschaffen und die Schuldenbremse im Grundgesetz geändert, um höhere Verteidigungsausgaben zu ermöglichen.

Mit anfänglichen Verzögerungen bei der Umsetzung der öffentlichen Investitionsprojekte ist zwar zu rechnen. Trotzdem dürfte von der erhöhten staatlichen Nachfrage 2026 eine Belebung der deutschen Konjunktur ausgehen, die sich im Jahresverlauf beschleunigt. Die größten Effekte der binnenwirtschaftlich getragenen Erholung werden von den Investitionen und dem Staatskonsum ausgehen, während das veränderte außenwirtschaftliche Umfeld mit den Zollbelastungen in den USA und der zunehmende Wettbewerbsdruck aus China die Exporte leicht sinken lassen.

Die Inflationsentwicklung dürfte in der ersten Jahreshälfte 2026 noch nachgeben. Dank niedrigerer Energiepreise könnte die Inflationsrate temporär unter 2% (J/J) sinken. Aber die staatlich induzierte Konjunkturbelebung wird wohl zu Kapazitätsengpässen und dadurch steigenden Preisen in einigen Teilsegmenten der Wirtschaft führen, wodurch der Inflationsdruck im weiteren Jahresverlauf wieder zunimmt. Somit dürfte die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt bei 2,1% liegen, leicht unter dem Niveau von 2025.

DE: Konjunktur belebt sich 2026 dank Fiskalmaßnahmen
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Q/Q in %



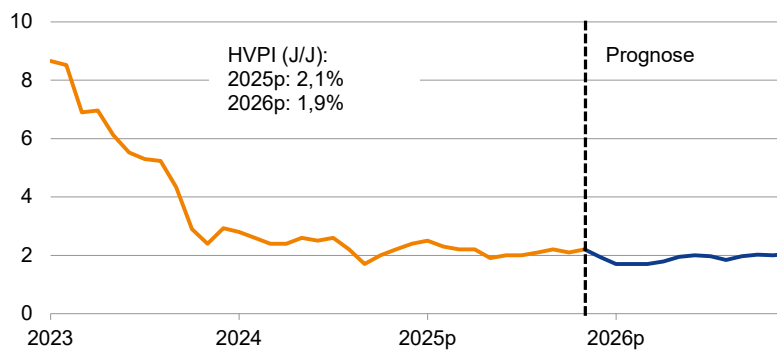
Quellen: Destatis, p: Prognose: DZ BANK

Europäische Währungsunion (EWU): Zolleffekte und Unsicherheit bremsen Konjunktur etwas ab

Die Europäische Währungsunion bewies im Jahr 2025 trotz eines schwierigen außenwirtschaftlichen Umfeldes eine bemerkenswerte Robustheit. Zollbedingte Vorzieheffekte hatten die Konjunkturdynamik im ersten Quartal stark angetrieben, jedoch führte die anhaltende Zollbelastung in den Folgequartalen zu einer Abschwächung des Wachstums. Insbesondere Länder mit einem höheren Anteil der Industrie an der Bruttowertschöpfung und einer stärkeren Fokussierung auf den US-Exportmarkt, wie Deutschland und Italien, kämpften mit den negativen Auswirkungen der US-Zollpolitik. Im Gesamtjahr 2025 wird das Wirtschaftswachstum der EWU voraussichtlich bei 1,4% liegen.

Auch wenn sich die EU inzwischen mit den USA auf ein Zollabkommen verständigt hat, ist bei den Exporten im nächsten Jahr mit einer langsameren Gangart zu rechnen. Angesichts der hohen Unsicherheit unter den Verbrauchern werden auch die privaten Konsumausgaben voraussichtlich nur unterdurchschnittlich zulegen. Stärkere Impulse dürften jedoch von der innereuropäischen Nachfrage und insbesondere von höheren Investitionen in Deutschland ausgehen. Die NATO-Beschlüsse, die die Verteidigungsausgaben der Mitgliedstaaten bis 2035 auf 3,5% des Bruttoinlandsprodukts erhöhen, tragen hierzu bei. Hinzu kommen 1,5% des BIP für verteidigungs- und sicherheitsrelevante Bereiche wie Infrastruktur, Industrie und Resilienz. Insgesamt erwarten wir im kommenden Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1% im Euro-Raum. Aufgrund des starken Euros, der nachlassenden Lohndynamik und vergleichsweise niedriger Energiepreise dürfte die Inflationsrate leicht unter 2% im Jahresdurchschnitt liegen.

EWU: Inflationsrate bleibt nahe dem 2%-Ziel der EZB
HVPI: Harmonisierter Verbraucherpreisindex, J/J in %



Quellen: Destatis, p: Prognose: DZ BANK

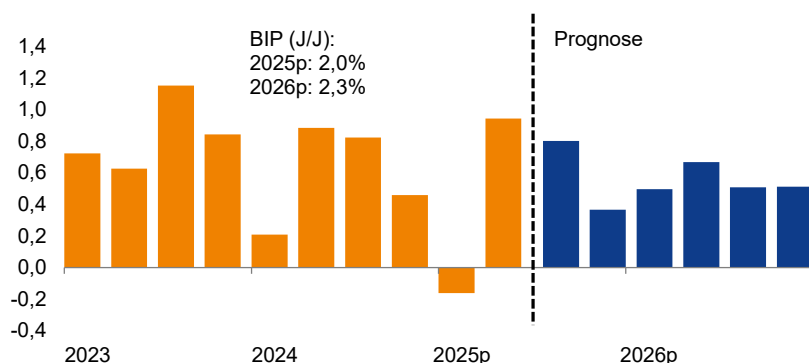
USA: Politischer Wirrwarr bringt Wirtschaft nicht vom Wachstumskurs ab

Mit Donald Trump im Weißen Haus bleibt die US-Politik im Jahr 2026 wohl impulsiv, insbesondere aufgrund der heranrückenden Kongresswahlen im November. Auch neue Handelsstreitigkeiten sind nicht ausgeschlossen, obwohl die bisherigen „Handels-Deals“ die Unsicherheit in der Zollpolitik gemindert haben. Insbesondere die Überprüfung des nord-amerikanischen Freihandelsabkommens (USMCA – United States-Mexico-Canada Agreement) im Sommer 2026 könnte zu weiteren Spannungen führen.

Trotz der großen Unsicherheit rund um die Zölle erwies sich die US-Wirtschaft im Jahr 2025 als überraschend widerstandsfähig. Die Inflation stieg nur moderat an, da die Unternehmen die Kosten der Zölle in kleinen Schritten anstatt in einer großen Preisanhebung an die Verbraucher weitergeben. Zudem hat der „KI-Boom“ nicht nur die Börsen angetrieben, sondern auch zu spürbaren Investitionen in der Realwirtschaft geführt, insbesondere in Rechenzentren und Software. Der Konsum profitierte von hohen Ausgaben der wohlhabenden Haushalte.

Gestärkt durch steigende Konsumausgaben der vermögenden privaten Haushalte und Investitionen rund um das Thema „KI“ dürfte sich die US-Wirtschaft auch 2026 solide entwickeln. Weitere Impulse dürften zudem von dem Steuersenkungspaket „One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)“ ausgehen, das unter anderem Investitionsanreize enthält. In Summe trauen wir der US-Wirtschaft 2026 trotz des wahrscheinlich anhaltenden politischen Wirrwars ein Wirtschaftswachstum von 2,3% zu.

USA: Robustes Wirtschaftswachstum
Bruttoinlandsprodukt (BIP) Q/Q in %



Quellen: BEA, Prognose: DZ BANK

China: Robust im Außenhandel, Probleme im Inland

Obwohl die US-Zölle auf Importe aus China besonders hoch ausfielen, zeigte sich die Exportwirtschaft der Volksrepublik bislang robust. Die Lieferungen in die USA sanken zwar beträchtlich, doch erhöhte Ausfuhren in benachbarte asiatische

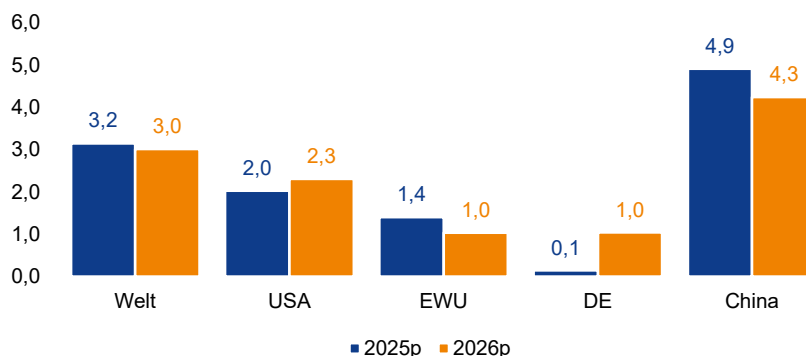
Länder und Teile Europas glichen die Verluste aus. Neue Absatzmärkte konnten erschlossen werden, wodurch Chinas Ausfuhren auch im kommenden Jahr stabilisiert werden. Zudem wurde die Zollbelastung zuletzt etwas reduziert. Dies dürfte den Schwungverlust der Binnennachfrage etwas besser abfedern als bislang gedacht. Denn die Investitionstätigkeit und der private Konsum leiden noch immer unter den Folgen der mehrjährigen Immobilienkrise. Hinzu kommen strukturelle Herausforderungen wie die schrumpfende Erwerbsbevölkerung. Ausgehend von einem Zuwachs nahe dem für 2025 angepeilten 5%-Ziel dürfte das Wirtschaftswachstum in China auf 4,3% im Jahr 2026 abbremsen.

Weltwirtschaft: Erholung im Jahresverlauf 2026

Die Weltwirtschaft hat sich bislang zwar äußerst widerstandsfähig gegenüber den hohen US-Zöllen erwiesen, völlig ohne Blessuren dürfte sie die Belastungen jedoch nicht wegstecken. Vor allem das Schlussquartal 2025 wird wohl von einem „soft patch“ geprägt, einer vorübergehenden Phase mit schwächerem Wachstum. Diese Wachstumsdelle dürfte allerdings bald überwunden werden. Insbesondere in den europäischen Volkswirtschaften erwarten wir aufgrund höherer Staatsausgaben für Verteidigung und für Infrastruktur eine zunehmende Wachstumsdynamik im Verlauf des nächsten Jahres. Auch von der US-Wirtschaft sollten 2026 wieder kräftigere Beiträge zum globalen Wachstum kommen – Steuerensenkungen dürften Konsum und Investitionen anschieben. Zum Jahresende 2026 sollte die Weltwirtschaft mit einem Quartalszuwachs von rund 0,8% (Q/Q) wieder ihr durchschnittliches Wachstumstempo der Vor-Corona-Zeit erreichen.

In der jahresdurchschnittlichen Betrachtung fällt das globale Wachstum 2026 mit 3,0% (J/J) zwar voraussichtlich etwas schwächer aus als im auslaufenden Jahr 2025 mit 3,2% (J/J). Hier spielen allerdings auch statistische Effekte mit hinein. Insgesamt gibt 2026 mit seiner wirtschaftlichen Belebung im Jahresverlauf aber eher Anlass für vorsichtigen Konjunkturoptimismus.

DZ BANK Prognosen 2026: Aussicht auf höheres Wachstum in Deutschland und den USA
Bruttoinlandsprodukt (BIP) J/J in %



Quelle: DZ BANK



EZB am Ende, Fed auf Talfahrt Geldpolitischer Blick ins Jahr 2026

Christian Lenk, Analyst

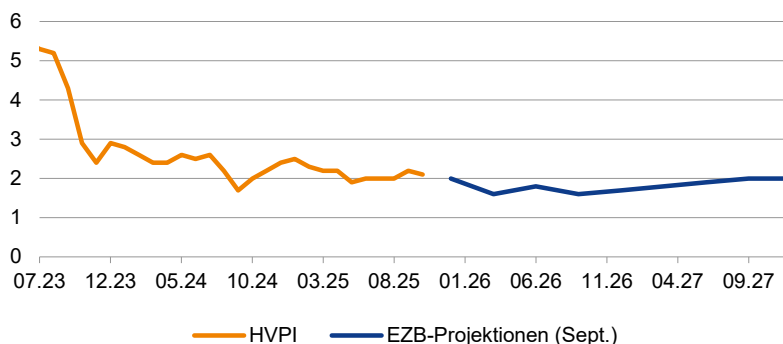
Die EZB könnte auf ihrer letzten Sitzung des Jahres noch einmal die Leitzinsen senken. Angesichts rückgängiger Inflationsraten und stabiler Konjunktur sind für das Jahr 2026 dann keine Änderungen mehr zu erwarten. Anders in den USA: Die Fed dürfte die Schwäche des US-Arbeitsmarktes weiter stärker als die (temporär) erhöhte Preissteigerung gewichten und weitere Zinssenkungen vornehmen.

Die europäischen Währungshüter haben den Einlagesatz seit Juni 2025 unverändert bei 2,00% belassen. Derzeit betonen die Notenbanker unermüdlich, dass sie sich mit der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung gut positioniert sehen. Zugleich halten sie sich aber alle Handlungsoptionen offen. Man werde von Sitzung zu Sitzung in Abhängigkeit der Datenlage entscheiden. Mit 2,1% im Oktober bewegt sich die Teuerungsrate derzeit weitgehend im Einklang mit dem EZB-Ziel. Zugleich warnen die Notenbank-Oberen im geldpolitischen Statement der jüngsten Sitzung (30. Oktober), dass der Inflationsausblick momentan von einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit geprägt ist. Die volatile Zollpolitik der US-Administration könnte sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken für die weitere Inflationsentwicklung bedingen. So ist es möglich, dass Warenströme aus China aufgrund der US-Handelshürden nicht mehr in die Vereinigten Staaten, sondern nach Europa umgeleitet werden, wo sie die Preise drücken könnten. Gleichzeitig ist es aber auch vorstellbar, dass die US-Zollwirren zu Störungen in den globalen Lieferketten führen und die gesamteuropäische Teuerungsrate dadurch nach oben getrieben wird.

Auf der letzten Ratssitzung des Jahres (18. Dezember 2025) steht turnusgemäß eine Überarbeitung der Konjunktur- und Inflationsprojektionen auf der Agenda. Dabei blickt die Notenbank erstmals bis ins Jahr 2028: Bislang skizzieren die Prognosen der EZB-Mitarbeiter einen Rückgang der Teuerungsrate unter die Zielmarke von 2% (J/J). Erst in der zweiten Jahreshälfte 2027 nähert sich diese demnach wieder von unten kommend der Inflationszielmarke an. Sollte sich dieses Prognosebild bestätigen, dürfte innerhalb des EZB-Rats nochmals kontrovers über die Notwendigkeit eines letzten Lockerungsschritts debattiert werden. Ein Unterschreiten des Inflationsziels über einen Zeitraum von zwei Jahren (2026/2027) könnte unserer Ansicht nach als Verfehlung des mittelfristigen Inflationsziels betrachtet werden und eine weitere geldpolitische Lockerung rechtfertigen.

Mit diesem aber dann wohl letzten Lockerungsschritt würde der Einlagesatz den unteren Rand des von 1,75% bis 2,25% reichenden geldpolitisch neutralen Bereichs erreichen. Gleichzeitig würde die Notenbank mit diesem Zinssenkungsschritt die für das kommende Jahr erwartete konjunkturelle Belebung im Euroraum absichern. Auch wenn es die Märkte im Moment nicht eingepreist haben: Wir favorisieren weiterhin einen baldigen Zinssenkungsschritt. Für das Gesamtjahr 2026 rechnen wir dann mit einem Stillhalten der EZB, was das Leitzinsniveau angeht.

September-Projektionen der EZB: Rutsch unter die 2%-Marke skizziert
In Prozent ggü. Vorjahr

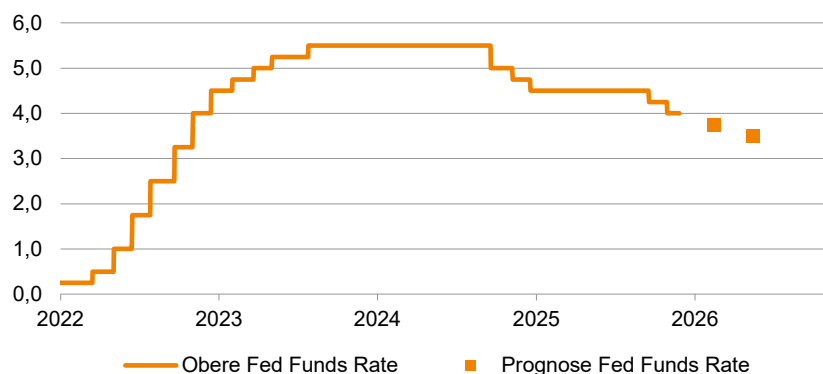


Quellen: Bloomberg, DZ BANK; HVPI: Harmonisierter Verbraucherpreisindex

Vereinigte Staaten: Fed lockert, wird im Datennebel aber vorsichtiger

Auf der FOMC-Sitzung am 29. Oktober wurden die US-Leitzinsen um 25 Basispunkte (Bp) gesenkt, womit der US-Leitzins-Korridor (Fed Funds Rate) seitdem bei 3,75% bis 4,00% liegt. Die Entscheidung war marktseitig vollständig eingepreist gewesen, nachdem die Verbraucherpreisinflationsdaten für den September „grünes Licht“ gegeben hatten: Mit einem Plus von 3,0% im Jahresvergleich (sowohl in der Gesamt- als auch in der Kernrate) war der Preisdruck etwas niedriger als erwartet ausgefallen. Gleichzeitig lagen (in Ermangelung anderer Daten) zumindest anekdotische Anzeichen (z.B. aus dem Beige Book der Fed) dafür vor, dass sich an der Schwäche des US-Arbeitsmarktes in den vorangegangenen Wochen wenig geändert habe. Letzterer Aspekt des dualen Mandats der Fed stach damit weiterhin die Inflationsbekämpfung aus. Der Preisanstieg in den USA ist zwar weiterhin zu hoch, dürfte sich aber nach dem Herausfallen des transitorischen (und bislang weniger stark als erwartet ausgefallenen) Zollschocks spätestens Ende 2026 normalisieren.

Graduelle Fortsetzung des Zinssenkungskurses zu erwarten
Leitzins in Prozent



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Und dennoch hat die letzte US-Notenbankentscheidung gezeigt, dass Zinssenkungen von Sitzung zu Sitzung kein Automatismus sein dürften. Wie schon im September fiel die Entscheidung nicht einstimmig: Allerdings wich neben Supertaube Miran (mit seiner erneuten Forderung nach einer Senkung um 50 Bp) diesmal auch ein geldpolitischer Falke vom Konsens ab. Jeffrey R. Schmid, Präsident der Fed von Kansas City, sprach sich für unveränderte Leitzinsen aus und sorgte damit für eine kleine Überraschung. Stärker noch wogen Powells Kommentare auf der Pressekonferenz.

Denn der Vorsitzende betonte, dass im FOMC große Uneinigkeit über eine weitere Zinssenkung auf der Sitzung am 10. Dezember bestehe. Die durch den Shutdown ausgedünnte Datenbasis trägt hierzu ihren Teil bei: So dürfte, unter anderem, die Veröffentlichung der Inflationsdaten für den Oktober mangels erfasster Daten vollends entfallen. Powell betonte jedoch auch die unterschiedlich starke Risikoaversion der FOMC-Mitglieder im bekannten Spannungsfeld erhöhter Inflation und Sorgen um den Arbeitsmarkt.

Wir erwarten dennoch, dass sich die geldpolitischen Tauben im Dezember durchsetzen werden und das FOMC eine Zinssenkung um 25 Bp beschließt. Nach den dann drei durchgeführten Zinssenkungen um insgesamt 75 Bp im Jahr 2025 dürfte die Fed 2026 etwas vorsichtiger vorgehen und im März und Juni „nur“ zwei weitere Schritte à 25 Bp vollziehen. Mit dem dann erreichten Zielkorridor von 3,00% bis 3,25% sollte der Leitzins im Bereich der neutralen Rate liegen, die, auch mit Blick auf die Einschätzungen der FOMC-Mitglieder, im Bereich von 3% vermutet wird. Dies spiegelt unsere Basisannahme wider, dass auch unter dem neuen Vorsitzenden (der voraussichtlich zum Jahresende von US-Präsident Trump bestimmt und im Mai 2026 sein Amt antreten wird) die Fed einen (relativ) kontinuierlichen und verantwortlichen Kurs fahren wird – das Risiko einer deutlich stärker an den präsidentialen Vorstellungen orientierten Geldpolitik ist jedoch weiter nicht von der Hand zu weisen.

Zinssenkungen trotz erhöhter Inflation? Des Rätsels Lösung!

Auf den ersten Blick scheint es absurd: Trotz einer deutlich höheren Inflationsrate dürfte die Fed in den kommenden Monaten einen wesentlich stärkeren Zinssenkungskurs als die EZB fahren. Auf den zweiten Blick löst sich das Rätsel aber schnell auf. So sollte der Preisanstieg in den USA zur Jahresmitte 2026 seinen Höhepunkt erreichen und sich dann wieder (langsam) in Richtung des 2%-Ziels bewegen. Zudem bedingt das duale Mandat der Fed eine stärkere Gewichtung der mangelnden Arbeitsmarktdynamik. Überdies liegt das US-Leitzinsniveau weiterhin auf einem geldpolitisch restriktiven Niveau, während in der Eurozone bereits neutrale Gefilde erreicht worden sind.



Yin und Yang sind aus dem Takt Chancen und Herausforderungen am Wohnungsmarkt

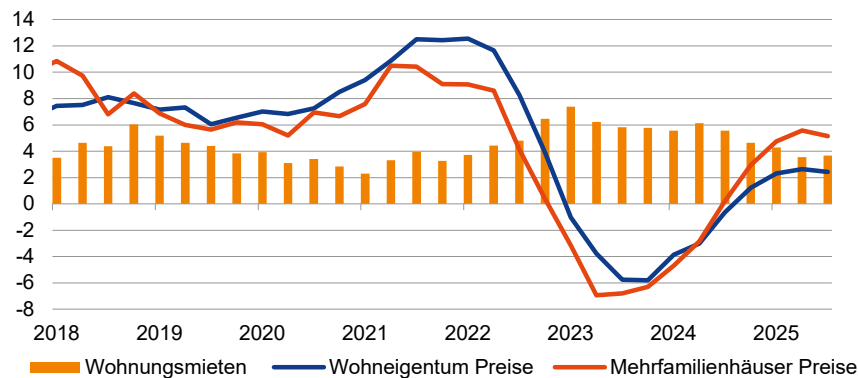
Thorsten Lange, Economist

Das knappe Angebot, unerschwingliche Eigenheime und der hohe Wohnbedarf haben die Gegensätze am Wohnungsmarkt vergrößert. Während Mietinteressenten Schlange stehen, profitieren Vermieter von geringen Leerstandsrisiken und steigenden Mieten. Bei Anlegern entsprechend gefragt sind Mehrfamilienhäuser, die mit Blick auf die Preisdynamik nicht nur Gewerbeimmobilien, sondern auch Wohneigentum abgehängt haben.

Nach der chinesischen Philosophie läuft es dann rund, wenn gegenläufige miteinander verbundene Kräfte ausbalanciert sind. Gleiches gilt für den Wohnungsmarkt, wenn Angebot und Nachfrage weitgehend ausgewogen sind. Hat jedoch eine Seite deutlich Übergewicht, folgen Anspannung und Übertreibungen oder Leerstand und Preisverfall. Ohnehin ist die Balance am Wohnungsmarkt eine Herausforderung, weil das Angebot nur träge auf eine veränderte Nachfrage reagieren kann. Wird über lange Zeit zu wenig gebaut (wie in Deutschland), reicht die Anpassung jedoch nicht aus und der Markt gerät unter Stress. Den Aussichten für die Wohnungsvermietung kommt diese Entwicklung allerdings zugute.

Sichtbar ist dies nicht nur an steigenden Mieten, sondern auch am Preisauftrieb von Mehrfamilienhäusern. Gemäß dem Preisindex des vdp (Verband deutscher Pfandbriefbanken) verteuerten sich Wohnimmobilien insgesamt im dritten Quartal 2025 mit einer jährlichen Wachstumsrate von nicht ganz 4%. Die bei Anlegern – anders als Gewerbeimmobilien – weiterhin gefragten Mehrfamilienhäuser weisen mit einem Plus von über 5% das derzeit stärkste Preiswachstum am deutschen Immobilienmarkt auf. Nicht einmal halb so hoch fiel der Anstieg bei Eigenheimen und Eigentumswohnungen mit nominal 2,4% aus. Verantwortlich dafür ist aber weniger ein mangelndes Interesse an der eigenen Immobilie, sondern vor allem die Kombination aus einem trotz Preiskorrektur weiterhin hohen Preisniveau und dem deutlich höheren Zinsniveau.

Preisdynamik bei Mehrfamilienhäusern basiert auf günstiger Vermietungsperspektive
Wohnimmobilienpreise sowie Wohnungsmieten, jeweils in % ggü. Vorjahr



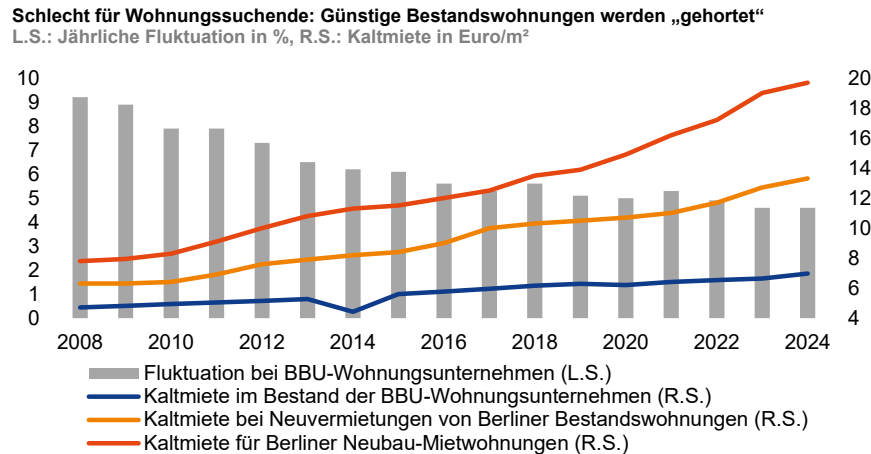
Quellen: vdp, DZ BANK

Drei Gründe für die steigende Wohnungsnachfrage

Seit rund 15 Jahre steigt die Wohnungsnachfrage kontinuierlich, getrieben durch mehr Zuwanderung aus dem Ausland, Zuzug vom Umland in die Städte sowie kleinere Haushalte durch mehr Singles. Auch der Neubau nahm Fahrt auf, reichte aber nicht aus. Neben Kapazitätsengpässen in der Bauwirtschaft hat sich der Wohnungsbau im Regulierungsdickicht verheddert. Die 2018 erreichten 300.000 fertiggestellten Wohneinheiten konnten in den Folgejahren nicht überschritten werden. Viel schlimmer ist, dass es als Folge steil gestiegener Bau- und Finanzierungskosten mit dem Neubau bergab geht. Die Fertigstellungen dürften analog zu den Baugenehmigungen um rund 40% nachgeben und bis 2026 auf unter 200.000 neu gebaute Wohneinheiten absinken. Es wäre ein Erfolg, wenn Maßnahmen wie der Bauturbo oder das günstigere Bauen mit dem geplanten Gebäudetyp E trotz des höheren Zinsniveaus den Wohnungsbau wieder in Richtung von 300.000 Einheiten lenken könnten. Aber selbst diese Zahl hat in der Vergangenheit nicht ausgereicht, um den Bedarf zu decken. „Wegbauen“ lässt sich die Anspannung am Wohnungsmarkt daher vermutlich nicht.

Kombination aus zu wenig Neubau und Mietregulierung verknappen das Wohnungsangebot

Die angespannte Lage am Wohnungsmarkt ist auch eine Folge der ausgeweiteten Mietregulierung. Die in den Medien kursierenden hohen und kräftig steigenden Mieten von zum Teil mehr als 20 Euro/m² gelten nur beim Abschluss eines neuen Mietvertrags. Dagegen zahlt die Mehrzahl der Bestandsmieter dank langfristiger Mietverträge nur einen Bruchteil davon. In Berlin mit einem der angespanntesten Wohnungsmärkte erreichte die durchschnittliche Nettokaltmiete bei den BBU-Mitgliedsunternehmen (BBU – Verband Berlin-Brandenburgischer Wohnungsunternehmen e.V.) 2024 nicht einmal 7 Euro/m². Umziehen ist deshalb nicht nur in Berlin unattraktiv. In der Folge wird der günstige Wohnraum sprichwörtlich „gehortet“, etwa weil nach dem Auszug der Kinder ein Umzug in eine kleinere Wohnung ausbleibt. Damit jedoch verringert sich das Angebot am Wohnungsmarkt. So hat sich in Berlin die Fluktuation in Form von Mieterkündigungen seit 2008 auf nur noch 4,6% jährlich halbiert. Rechnerisch hat sich damit die durchschnittliche Mietvertragsdauer von elf auf rund 22 Jahre verdoppelt. Gleichzeitig wird die seit 2015 geltende Mietpreisbremse oft durch Angebote wie möbliertem Wohnen oder Kurzzeitvermietungen umgangen.



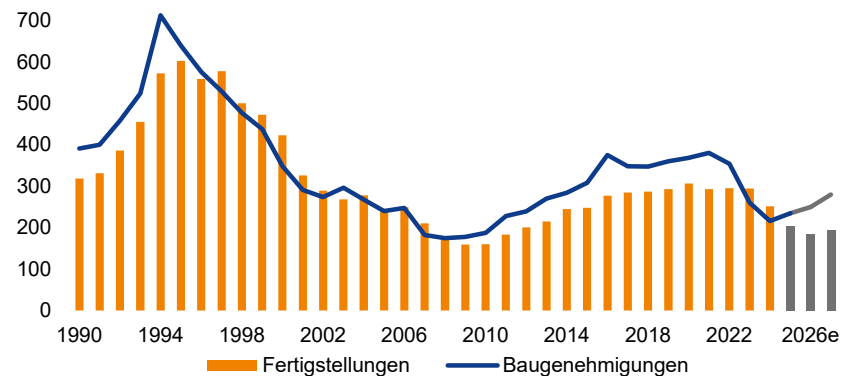
Quellen: BBU Verband Berlin-Brandenburgischer Wohnungsunternehmen, bulwiengesa, DZ BANK

Während das Angebot an frei verfügbaren Mietwohnungen schrumpft, steigt die Zahl der Mietinteressenten stetig, weil sich immer weniger Familien den Traum vom Eigenheim erfüllen können. Diese Entwicklung ist für Vermieter günstig, hat aber auch ihre Tücken. Denn: Wohnungsgesellschaften erhalten mitunter auf eine verfügbare Wohnung mehrere hundert Mietgesuche. Entsprechend gering ist das Leerstandsrisiko. Beim Mieterwechsel können außerdem kräftige Aufschläge auf die bisherige Miete durchgesetzt und zugleich bonitätsstarke Mieter ausgewählt werden. Der Haken an der Sache ist die sinkende Zahl der Mieterwechsel durch eine längere Haltedauer der Wohnungen, sodass Mietsteigerungen durch Neuabschlüsse seltener werden.

Wachsender Unmut über hohe Mieten und Berichte über angespannte Wohnungsmärkte haben die Politik zum Handeln gezwungen. Schließlich sind Mieterhaushalte, die mehr als die Hälfte der Bevölkerung ausmachen, eine wichtige Wählergruppe. Als bevorzugtes Instrument dient die Mietregulierung, die – anders als eine teure Neubauförderung – die öffentlichen Kassen schont. Die Belastungen trägt die Wohnungswirtschaft in Form sinkender und damit renditedämpfender Mieteinnahmen. Bekanntestes Instrument ist die 2015 eingeführte und jüngst bis 2029 verlängerte Mietpreisbremse. Diese besagt, dass bei bis Oktober 2014 gebauten Wohnungen die ortsübliche Vergleichsmiete um maximal 10% überschritten werden darf; später gebaute Wohnungen sind davon ausgenommen. Die ausgebliebene Angebotsausweitung ist dabei nicht der einzige Nachteil. Hinzu kommt, dass eine einmal eingeführte Mietregulierung kaum noch rückgängig gemacht werden kann, selbst wenn sich das Instrument als untauglich erweist. Andernfalls drohen im „Mieterland“ erhebliche Widerstände und vor allem verlorene Wahlen.

Angesichts der verbreiteten Wohnungsknappheit und Leerstandsquoten von teilweise deutlich unter 1% wird leicht übersehen, dass mancherorts Strukturschwäche und Abwanderung zu erheblichen Wohnungsleerständen geführt haben. Betroffen sind meist einfachere Wohnlagen sowie Großwohnsiedlungen aus den 1960er- und 1970er-Jahren. Die Kombination aus Leerstand, niedrigen Mieten und schwerer durchsetzbaren Mieterhöhungen engt den Spielraum für Investitionen in den Wohnungsbestand ein. Solche wären aber notwendig, um die Vermietungschancen nachhaltig zu verbessern. Hinzu kommt, dass es in Regionen mit hohem Leerstand vielfach an zeitgemäßen sowie seniorengerechten Wohnungen mangelt, da der Neubau durch die niedrigen Mieten weitgehend zum Erliegen gekommen ist.

Hohe Neubauzahlen liegen in Deutschland schon fast 30 Jahre zurück
Baugenehmigungen und Fertigstellungen, in Tsd. Wohnungen



Quellen: Destatis, ifo/Euroconstruct, DZ BANK

Steigender Handlungsdruck auf die Eigentümer durch Sanierungen

Viele jahrzehntealte Gebäude, die überwiegend mit Öl und Gas beheizt werden, verursachen einen großen Teil der Treibhausgasemission. EU-Regelwerke wie die Taxonomie, die Gebäuderichtlinie (EPBD) und die Energieeffizienzrichtlinie (EED) erhöhen den Handlungsdruck auf Eigentümer, ihre Immobilien zu sanieren. So fordert etwa die Gebäuderichtlinie eine Reduzierung der Treibhausgasemission um 16% bis 2030 und um 20% bis 22% bis 2035, jeweils im Vergleich zu 2020. Dies begrenzt auch den Spielraum für eine Neuausrichtung des „Heizungsgesetzes“, dessen Fokus nun von einer teuren hohen Energieeffizienz auf eine wirtschaftliche Reduktion der CO₂-Emissionen verlagert wird. Sanierungsanreize ergeben sich aufgrund der wohl spürbar steigenden CO₂-Preise infolge des ab voraussichtlich 2028 im Gebäudesektor geltenden Emissionshandels (EU ETS-2). Davon betroffen sind vor allem Vermieter von älteren Mehrfamilienhäusern: Bei schlechter Energieeffizienz müssen sie bis zu 95% des CO₂-Preises selbst tragen. Werden die Gebäude jedoch modernisiert, können die Kosten bis zu festgelegten Obergrenzen auf die Miete umgelegt werden.

Ausblick für den Wohnungsmarkt

Die bis vor wenigen Jahren rückläufigen Zinsen beflügelten die Bewertungen von Wohnimmobilien und bescherten Anlegern erhebliche Renditen. Doch mittlerweile sind die Zinsen höher und werden es wohl auch bleiben. Dies schmälert das Potenzial für Wertzuwächse, sodass der Mietrendite zukünftig eine noch größere Bedeutung zukommt. Hierfür bietet der angespannte Wohnungsmarkt dank steigender Mieten zwar gute Voraussetzungen. Allerdings müssen auch Mietregulierung und die geringere Fluktuation bedacht werden. Große Wohnungsgesellschaften wie LEG oder Vonovia erreichen in diesem Umfeld mit professionell verwalteten Beständen derzeit jährliche Mietzuwächse von 3% bis 4%. Das ist auch in etwa der Rahmen für den weiteren deutschlandweiten Anstieg der Neuvertragsmieten. Mehr Tempo verhindern das schon hohe Mietniveau und die daraus resultierende Mietbelastung der Großstädter. Gegen einen langsameren Anstieg spricht das knappe Angebot, das voraussichtlich auch in den kommenden Jahren die Wohnungsmärkte bestimmen wird. Hohe Neubauzahlen sind allein schon wegen fehlender Fachkräfte in Bauwirtschaft und Handwerk unwahrscheinlich. Für Mehrfamilienhaus-Anleger bietet die fehlende Balance am Wohnungsmarkt unter dem Strich weiterhin Chancen.

Ausblick 2026: Zuversicht trotz anhaltender Herausforderungen

Experten-Interview

Mit Dr. Jan Holthusen, Leiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft, DZ BANK AG

Friedrich: Herzlich willkommen, liebe Zuschauerinnen und Zuschauer, zu einer neuen Ausgabe des Experten-Interviews im Rahmen unseres Privatkundenmagazins Friedrich. Dieses Mal dreht sich alles um den Jahresausblick 2026. In einer Zeit, in der politische Weichenstellungen und technologische Sprünge die Menschen und die Finanzmärkte in Atem halten, ist Orientierung für Anlageentscheidungen besonders wichtig. Ich freue mich sehr, heute Jan Holthusen zu Gast zu haben. Er ist Leiter Research und Volkswirtschaft in der DZ BANK. Herzlich willkommen.

Jan Holthusen: Vielen Dank, dass ich da sein darf.

Friedrich: Fangen wir global an. Unser Blick auf das Weltwirtschaftswachstum 2026 lässt sich mit „vorsichtigem Optimismus“ beschreiben. Was sind die positiven Kräfte – und was bremst?

Jan Holthusen: Im nächsten Jahr wird weltweit viel staatliches Geld investiert. Die Staatsausgaben steigen sowohl in den USA als auch in Europa und treiben das Wachstum. In den USA kommen umfangreiche KI-Investitionen der Tech-Konzerne hinzu, die das Investitionsvolumen weiter erhöhen und global wirken. Belastend ist die Zollpolitik des amerikanischen Präsidenten. Sie dämpft Investitionen, hemmt die US-Wirtschaft und belastet Handelspartner wie China und Europa. China kämpft zudem mit der Immobilienkrise und einer ungünstigen Demografie. Insgesamt erwarten wir ein globales Wachstum von rund 3% (J/J) – ähnlich wie in den Vorjahren.

Friedrich: Lass uns von der globalen Ebene auf den Euroraum und Deutschland schauen. Auch hier erwarten wir eine moderate Erholung. Welche Kräfte treiben diese Entwicklung? Der Export wird es wohl nicht sein.

Jan Holthusen: Wir hatten 2023 und 2024 hierzulande ein deutliches Minus und 2025 bestenfalls eine schwarze Null. Für 2026 rechnen wir mit einer Erholung. Der Staat investiert stark in Infrastruktur und Verteidigung und finanziert dies über neue Schulden. Dieses Sondervermögen treibt die staatlichen Investitionen und damit das Wachstum. Der Export

ist kein Treiber. Der Außenbeitrag sinkt weiter – belastet durch die US-Zollpolitik und strukturelle Schwächen der deutschen Industrie, etwa in der Autoindustrie. Für 2026 erwarten wir ein Wachstum von rund 1%. Etwa 0,6 Prozentpunkte entfallen auf das Sondervermögen, ein positiver Kalendereffekt bringt weitere 0,3 Prozentpunkte. Im Euroraum insgesamt rechnen wir mit einem ähnlichen Bild.

Friedrich: Was müsste geschehen, um aus diesem Aufschwung eine nachhaltige Belebung zu machen?

Jan Holthusen: Unsere Mittelstandsumfragen zeigen immer wieder dieselben Punkte: zu viel Bürokratie, lange Planungszyklen, langsame Umsetzung. Es dauert oft zu lange, bis bewilligte Gelder tatsächlich investiert werden. Das Lieferkettengesetz ist ein Beispiel für zusätzlichen Aufwand. Auch die Industrie selbst hat Aufgaben. Sie kann nicht alles auf den Staat schieben. Die Autoindustrie muss sich stärker Richtung Elektromobilität entwickeln. Beim Thema Künstliche Intelligenz ist Europa weit zurück. Der Staat muss bessere Rahmenbedingungen schaffen, damit hier mehr Dynamik entsteht.

Friedrich: Kommen wir zum Thema Zinsen. Die EZB ist in den letzten Monaten ruhig geworden. Die Inflationsrate liegt bei etwa 2% und dürfte 2026 dort bleiben. Kann sich die EZB zurücklehnen?

Jan Holthusen: Die EZB liegt weitgehend auf neutralem Niveau. Ein kleiner Zinsschritt nach unten ist möglich, wenn die Inflation weiter sinkt. Ein Einlagensatz von 1,75% wäre denkbar. Danach kann sie abwarten. Wir erwarten eine ruhige Entwicklung. In den USA sehen wir mehr Dynamik. Die Fed steht unter politischem Druck. Ein neuer Fed-Chef wird spätestens im Mai ernannt. Wir rechnen damit, dass die Fed expansiver vorgeht als bisher und die Zinsen weiter senkt. Rechtfertigen lässt sich dies in den USA durch die schleppende Entwicklung am Arbeitsmarkt. Wir erwarten Leitzinsen von etwa 3% bis 3,25%.

Friedrich: Wie wirkt sich das auf die langfristigen Zinsen aus? Was passiert bei den zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und in Deutschland?

Jan Holthusen: In den USA würden sinkende Leitzinsen eigentlich sinkende langfristige Renditen bedeuten. Allerdings macht der Staat mehr Schulden, die es zu finanzieren gilt. Die zusätzlichen Anleiheemissionen müssen am Markt platziert werden, und dafür braucht es höhere Renditen. Wir gehen daher kurzfristig von einem Anstieg Richtung 4,50% bis 4,70% aus, bevor die Renditen in der zweiten Jahreshälfte wieder etwas zurückgehen könnten. In Deutschland erwarten wir bei den zehnjährigen Bundesanleihen einen Anstieg Richtung 3%. Bundesanleihen werden 2026 nicht mehr knapp sein. Der Bund wird viele neue Papiere auf den Markt bringen und dafür attraktive Renditen bieten müssen.

Friedrich: Das bringt uns zum Devisenmarkt. Wir gehen davon aus, dass der Euro gegenüber dem Dollar weiter aufwerten wird. Für den möglicherweise anstehenden USA-Urlaub ist das erfreulich. Gibt es aus Anlegersicht noch andere Punkte zu beachten?

Jan Holthusen: Wenn man in die USA reist, wird es günstiger – davon gehen wir aus. Grundsätzlich spricht ein höheres Zinsniveau in den USA für den Dollar. Entscheidend sind aber die Zinsdifferenzen, und die werden sich verringern. Der Zinsvorsprung der USA wird kleiner werden. Hinzu kommen die Unberechenbarkeit der US-Politik und latente Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed. Das belastet den Dollar. Wir erwarten zum Jahresende 2026 einen Euro-Dollar-Kurs von etwa 1,22 USD. Die Entwicklung aus 2025 setzt sich damit tendenziell fort.

Friedrich: An den Aktienmärkten war 2025 ein sehr gutes Jahr. Wir prognostizieren für Ende 2026 einen DAX von 27.500 Punkten, einen Euro Stoxx 50 von 6.200 und einen S&P 500 von 8.000 Punkten – alles neue Rekordstände. Was stützt diese Prognose?

Jan Holthusen: Wir glauben nicht, dass die Märkte überbewertet sind. Sie sind ambitioniert bewertet, aber nicht überzogen. Wir erwarten ein zweistelliges Gewinnwachstum in den großen Indizes, was Spielraum für steigende Kurse eröffnet. Dazu kommen fiskalische Impulse und sinkende US-Zinsen, die die Märkte stützen. Ein weiterer Faktor ist die Künstliche Intelligenz. Die US-Tech-Unternehmen werden weiter profitieren. Aber auch europäische Industrie- und Dienstleistungsunternehmen können durch KI effizienter werden und ihre Gewinne steigern. Hier stehen wir erst am Anfang, und der Effekt wird sich über Jahre entfalten.

Friedrich: Beim Thema KI gibt es immer wieder die Frage: Befinden wir uns in einer Blase?

Jan Holthusen: Blasen erkennt man meist erst im Nachhinein. Wir glauben nicht, dass wir aktuell in einer klassischen Blase sind wie beim Neuen Markt um 2000. Die Investitionen fließen in langlebige Werte wie Rechenzentren und Infrastruktur, die beispielsweise auch für Cloud-Computing genutzt werden können. Die Unternehmen, die investieren, sind hoch profitabel und verfügen über starke Cashflows. Sie verschulden sich bislang nur moderat. Wir sehen keine exzessiven Entwicklungen. Man muss die Lage im Blick behalten, aber wir stehen nicht unmittelbar vor einem Platzen der Blase.

Friedrich: Kommen wir noch zu einem anderen Vermögenswert, der zuletzt viel Aufmerksamkeit bekommen hat: Gold. 50% Anstieg in diesem Jahr, auch 2024 war stark. Wie geht es weiter?

Jan Holthusen: Eine Wiederholung dieser Dynamik wird schwierig, weil das Niveau inzwischen höher ist. Unsere Prognose liegt bei 4.800 US-Dollar je Feinunze. Gold profitiert vom perfekten Umfeld: Sorge um die Unabhängigkeit der Notenbanken, sinkende US-Zinsen und eine hohe Nachfrage der Notenbanken in Schwellenländern. Länder wie Polen wollen einen deutlich höheren Goldanteil in ihren Reserven. Diese Käufer sind wenig preissensitiv und ziehen private Nachfrage nach sich. Auch 2026 ist unseres Erachtens ein Preisanstieg im zweistelligen Prozentbereich möglich.

Friedrich: Zum Abschluss: Wenn du den Jahresausblick 2026 in einem Satz zusammenfassen müsstest – wie würde er lauten?

Jan Holthusen: 2026 wird ein Jahr der Bestätigung und Bewährung, in dem staatliche Impulse und KI-getriebene Investitionen die Märkte antreiben, Anleger aber genau hinschauen müssen, welche Unternehmen ihre hohen Bewertungen rechtfertigen.

Friedrich: Vielen Dank für deine Einblicke und für die Zeit. Ihnen, liebe Zuschauerinnen und Zuschauer, vielen Dank fürs Reinschalten. Wir hoffen, Ihnen wertvolle Informationen und Impulse für das kommende Jahr gegeben zu haben und freuen uns, wenn Sie beim nächsten Experten-Interview wieder dabei sind.



Dollar mit Abwertungspotenzial Währungsausblick 2026

Sonja Marten, Analystin

Hinter uns liegt ein volatiles und schwieriges Jahr, das vor allem von der erratischen Politik des Weißen Hauses dominiert war. Auch 2026 werden Politik und Geopolitik wichtige Treiber für den Markt sein. Geldpolitische Themen könnten hingegen etwas in den Hintergrund treten, zumal auch aufseiten der Fiskalpolitik Risiken lauern. Der Dollar dürfte erneut an Wert verlieren, dem Euro gestehen wir hingegen Gewinne zu.

Ein spannendes Jahr 2025 neigt sich dem Ende zu, das vor allem von der Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus geprägt war. Anfang des Jahres waren wir von einer deutlichen Dollar-Aufwertung ausgegangen, unter anderem aufgrund der Annahme, dass die Zollpolitik Trumps eine Abwertung der Währungen der betroffenen Länder nach sich ziehen würde. Die Zölle kamen, die Dollar-Aufwertung blieb aus. **Trumps erratische Handelspolitik, allen voran die ständigen Zolldrohungen, sorgte zwischenzeitlich sogar für eine Dollar-Vertrauenskrise. Währenddessen profitierte der Euro vom „Whatever it takes“-Moment von Kanzler Merz,** was für neue Wachstumshoffnungen in Deutschland sorgte. Für unser Währungsuniversum dürfte im kommenden Jahr unter anderem entscheidend sein, wie sich die US-Notenbank im Spannungsfeld zwischen Inflationsrisiken und schwächelndem Arbeitsmarkt verhält und ob Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed aufkommen. Ansonsten gehen wir davon aus, dass sich das globale geldpolitische Zinssenkungsfeuerwerk der vergangenen ein bis zwei Jahre – mit Ausnahme Japans – dem Ende nähert. Mit der Normalisierung der Geldpolitik treten andere Treiber für die Devisenmärkte in den Vordergrund: So dürften sowohl die konjunkturelle Entwicklung als auch die fiskalische Lage der Volkswirtschaften wieder eine wichtigere Rolle spielen.

Mit Blick auf 2026 dürften die Devisenmärkte zunächst weiter auf die Entwicklungen in den USA schielen, **schließlich ist der geldpolitische Pfad der Fed im Spannungsfeld zwischen Inflationsbekämpfung und schwächelndem Arbeitsmarkt alles andere als ausgemachte Sache.** In unserem Basisszenario gehen wir noch von drei weiteren Zinssenkungen bis zu einem Leitzinskorridor von 3% bis 3,25% aus. Dies in Kombination mit dem von uns unterstellten Verlust der Wachstumsdynamik in den USA gegenüber früheren Jahren und der durch Trump bedingten Unsicherheit rechtfertigt unserer Ansicht nach eine Abwertung des Dollars im Jahr 2026.

Euro-US-Dollar: Moderates Aufwertungspotenzial

Was den Zinspfad der EZB betrifft, halten wir einen finalen Zinsschritt angesichts eines perspektivisch längeren Unterschreitens des 2%-Inflationsziels für gerechtfertigt. Nach einem wohl letzten Lockerungsschritt auf dann 1,75% entwickelt sich die Zinsdifferenz zum US-Währungsraum in der ersten Jahreshälfte 2026 zugunsten des Euros. **Wir trauen dem Euro aber vor allem über die konjunkturelle Schiene Kursgewinne gegenüber dem Greenback zu: Höhere Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur, insbesondere in Deutschland, dürften wohl für eine Konjunkturbelebung in der Eurozone sorgen.** Dabei dürfte der Euro auch von der Tatsache profitieren, dass die wirtschaftliche Dynamik über die einzelnen Quartale hinweg etwas an Kraft gewinnt. Jenseits des Atlantiks sollte das Wirtschaftswachstum auch 2026 zwar nicht so stark nachlassen wie vormals erwartet, jedoch rechnen wir ab dem zweiten Halbjahr mit für US-Verhältnisse vergleichsweise mäßigen Wachstumsraten von 0,5% (Q/Q).

Allerdings glauben wir auch weiterhin nicht daran, dass es dem Euro gelingen kann, wirklich große Sprünge zu machen. Zum einen erwarten wir hierzulande keine blühenden Landschaften, vielmehr dürfte der konjunkturelle Schwung ohne begleitende Strukturreformen im Jahr 2027 wieder an Stärke verlieren. Zum anderen wird die Geldpolitik der EZB vor dem Hintergrund der Inflationsentwicklung im kommenden Jahr am unteren Rand des neutralen Bereichs bleiben. Marktseitige Zinserhöhungserwartungen, von denen der Euro profitieren würde, dürften sich selbst zum Jahresende 2026 noch nicht herauskristallisieren. **Insgesamt rechnen wir über unseren Prognosehorizont daher mit höheren Euro-US-Dollar-Notierungen, jedoch keiner massiven Rally: 1,17 (+3M), 1,20 (+6M) und 1,22 (+12M).**

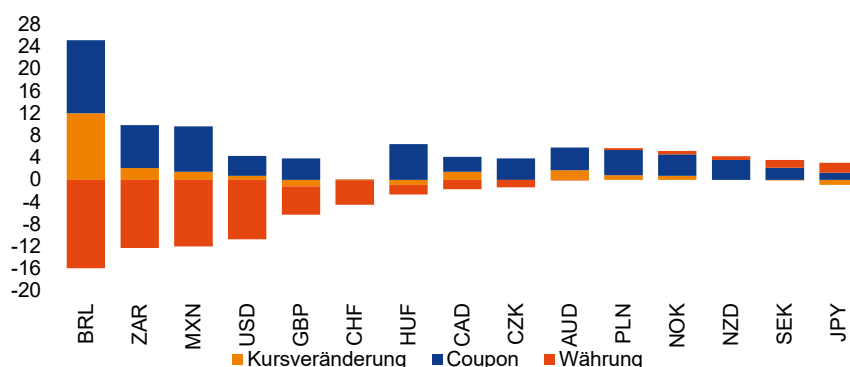
Das „restliche“ Währungsuniversum

Unsere Währungsprognosen sind im Jahr 2026 von einem schwächeren Dollar geprägt, während wir dem Euro zumindest moderate Gewinne zugestehen. Doch wie werden sich die übrigen Währungen in unserer Coverage zwischen den Polen eines schwächeren Dollars und eines stärkeren Euros bewegen?

Zu den Währungen, denen wir sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Dollar Gewinne zugestehen, gehören mit Blick auf 2026 der Austral- sowie der Neuseelanddollar, die skandinavischen Kronen und der polnische Zloty. Ebenfalls auf der Seite der Gewinner dürfte sich der Yen befinden, der von der Abkehr der Bank of Japan von ihrer ultraexpansiven Geldpolitik profitieren wird. Auf der anderen Seite des Währungsspektrums erwarten wir Verluste insbesondere mit Blick auf die von uns betrachteten Schwellenländerwährungen. Hierzu gehören brasilianischer Real, mexikanischer Peso, südafrikanischer Rand, chinesischer Yuan und (wen überrascht es) die türkische Lira – die allesamt sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Dollar an Boden verlieren dürften. Im Mittelfeld befinden sich Währungen wie der Schweizer Franken und die anderen beiden CE3-Währungen ungarischer Forint und tschechische Krone.

Erwartete Währungsperformance 2026

Erwartete Returns vs. EUR (in Prozent, auf Basis der 5J Rendite und auf Sicht von 12M)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK



Innovationen und starke Impulse setzen Kurs Aktienjahr 2026

Christoph Müller, Analyst

Mit einem erwarteten Gewinnwachstum im zweistelligen Prozentbereich steuern die großen Indizes auf ein weiteres positives Aktienjahr zu. Steigende Verteidigungsausgaben und Infrastrukturinvestitionen bieten trotz hoher Bewertungen eine robuste Unterstützung. Auch die KI-Fantasie bleibt ein zentraler Treiber der Gewinn- und damit der Aktienmarktentwicklungen.

Viel Rückenwind für Aktienindizes – drei ausschlaggebende Faktoren

Die Voraussetzungen für ein positives Aktienjahr 2026 sind vielversprechend. Dabei basieren die Gewinnerwartungen für die großen Indizes wie den S&P 500, DAX und Euro Stoxx 50 auf drei Hauptfaktoren, die die Entwicklung unterstützen:

Erstens wird der geldpolitische Druck voraussichtlich abnehmen. War die US-Geldpolitik in den vergangenen Quartalen restriktiv, um die Inflation zu kontrollieren, neigt sich diese Phase nun dem Ende zu. Die US-Notenbank Federal Reserve senkt den Leitzins schrittweise und beendet den Bilanzabbau, was den Liquiditätsentzug über die Kapitalmärkte stoppt. In der Eurozone wird 2026 eine weitgehend neutrale Geldpolitik erwartet, die Planungssicherheit für Unternehmen gewährleistet.

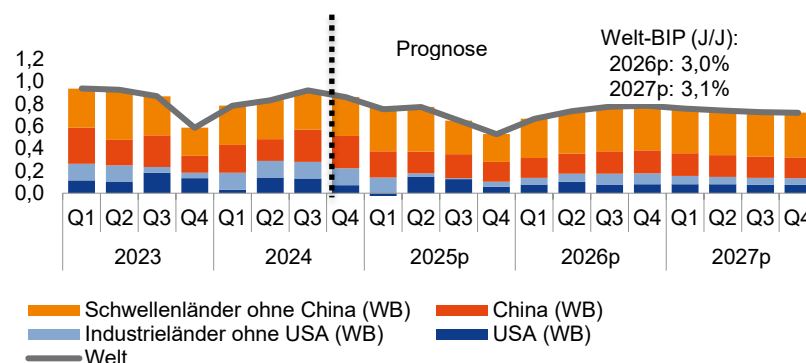
Der **zweite Faktor** sind nachhaltige fiskalische Impulse, insbesondere in Europa und Deutschland, die das BIP-Wachstum anziehen lassen. Hier steigen die Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben erheblich an. Als Ausdruck eines strategischen Wandels umfasst die Aufstockung des Verteidigungsetats mehrjährige Beschaffungsprogramme für Rüstungsunternehmen und die Zulieferindustrie. Hinzu kommen staatliche Investitionen in die physische und digitale Infrastruktur.

Drittens stabilisiert sich das internationale Handelsumfeld. Abkommen zwischen den USA und der EU im Handelskonflikt reduzieren das Risiko unerwarteter Zollerhöhungen. Dies ermöglicht exportorientierten Unternehmen, ihre Strategien mit größerer Verlässlichkeit zu planen. Die EU arbeitet an weiteren Handelsabkommen, die den Prozess der De-Globali-

sierung verlangsamen könnten. Das Zusammenspiel von lockerer Geldpolitik, abnehmenden handelspolitischen Spannungen und umfangreichen Investitionen schafft ein attraktives Umfeld für den Aktienmarkt.

Wirtschaftliche Erholung dank Fiskalimpulsen im Verlauf von 2026

BIP, real (kaufkraftgewichtet), Q/Q in % (WB: Wachstumsbeiträge)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Stabiles Gewinnwachstum treibt Kurse

Profiteure dieses Umfelds sind voraussichtlich die Unternehmen in den großen Blue-Chip-Indizes, mit erwarteten Gewinnsteigerungen von über 10% für DAX und S&P 500 und ähnlichen Erwartungen für den Euro Stoxx 50. Treiber der erwarteten Gewinnentwicklung dürften **in den USA** 2026 erneut die großen Technologiekonzerne sein, aber auch jene Unternehmen, die an der Schnittstelle zur KI-Infrastruktur tätig sind. Sie alle haben in den vergangenen Jahren erhebliche Investitionen vorgenommen – sowohl hinsichtlich ihrer etablierten Geschäftsbereiche als auch mit Blick auf Anwendungen im Bereich der Künstlichen Intelligenz. Zwar dürfte das Investitionsvolumen auf absehbare Zeit erhöht bleiben. Doch gerade die großen Tech-Konzerne um die „Magnificent 7“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) sollten in der Lage sein, hieraus steigende Umsätze und Gewinne zu erzielen. Hinzu kommt, dass Unternehmen außerhalb des Kreises dieser „Glorreichen 7“ mehr und mehr zur Kursdynamik beitragen, darunter Halbleiterhersteller, Anbieter industrieller Automatisierungslösungen, Energie- und Versorgungsunternehmen sowie spezialisierte Softwareanbieter. Von den Bemühungen der US-Administration, staatliche Strukturen abzubauen und damit Deregulierung voranzutreiben, dürfte darüber hinaus nicht nur der Technologie-, sondern beispielsweise auch der Finanzsektor profitieren. Wir prognostizieren den S&P 500 zur Jahresmitte 2026 bei 7.600 Punkten und zum Jahresende bei etwa 8.000 Punkten.

In Europa haben sich die tatsächlichen Gewinne der Unternehmen in den Leitindizes zuletzt enttäuschend entwickelt. Zurückzuführen war dies jedoch vor allem auf die handelspolitische Unsicherheit sowie die schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen innerhalb Europas und teils weltweit. Diese Schwächephase dürfte im Verlauf des Jahres 2026 nach und nach überwunden werden. Dabei sollten insbesondere strukturelle Faktoren eine Rolle spielen. Die Nachfrage im für den Euro Stoxx 50 wichtigen Finanzsektor bleibt stabil, während Energie- und Versorgungsunternehmen von Investitionen in Versorgungssicherheit und Netzinfrastruktur profitieren. Zudem ziehen Unternehmen der Rüstungsindustrie Nutzen aus mehrjährigen europäischen Beschaffungsprogrammen mit verlässlichem (staatlichem) Auftragsvolumen. Profitieren dürften dabei Unternehmen, die über Kompetenzen in der militärischen Fahrzeug- und Systemtechnik, der Luftfahrttechnik sowie der Verteidigungs-IT verfügen. Zudem wirken sich die Programme auf die gesamte Zulieferkette aus und reichen damit über die unmittelbaren Rüstungsunternehmen hinaus. Lichtblicke kamen zuletzt außerdem aus dem Luxusgütersegment. Wir prognostizieren den Euro Stoxx 50 zur Jahresmitte 2026 bei 6.000 und zum Jahresende bei rund 6.200 Punkten.

Aus der Perspektive der **deutschen Indizes** ergänzt das 500-Mrd.-Euro-Infrastrukturpaket die freundlichen globalen Vorgaben und die staatlichen Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit. Zwar hängen vor allem die kleineren Indizes MDAX und SDAX am verarbeitenden Gewerbe sowie der deutschen Konjunktur und damit an den Fortschritten der Bundesregierung, die hiesige Wirtschaft in Schwung zu bringen. Allerdings sind auch im global ausgerichteten deutschen Leitindex Konzerne enthalten, die von einer anziehenden Konjunktur und einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland profitieren sollten. Ein Blick auf die einzelnen Sektoren zeigt: Neben dem Industrie- und Verteidigungsbereich dürften im nächsten Jahr voraussichtlich Technologieunternehmen und die Finanzbranche dem

DAX Auftrieb verleihen. Wir erwarten den DAX zur Jahresmitte 2026 bei 26.500 Punkten und zum Jahresende bei etwa 27.500 Punkte.

Aufwärtspotenzial für die Aktienmärkte weltweit
Fokus liegt auf der ersten Jahreshälfte

	Mitte 2026	Ende 2026
DAX	26.500	27.500
Euro Stoxx 50	6.000	6.200
S&P 500	7.600	8.000
MSCI World	4.800	5.100
DAX 30 ESG	2.100	2.160
MSCI EURO SRI Sustainable Select	3.500	3.600
MSCI World SRI Sustainable Select (EUR)	3.900	4.000

Quelle: DZ BANK

Weg wohl nicht frei von Rücksetzern

Diese Prognosen sollen nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Weg gen Norden von Rückschlägen geprägt sein dürfte. Angesichts der hohen Bewertungsniveaus könnten Unternehmen mit nach unten angepassten Prognosen stärker bestraft werden. Die Midterm-Wahlen in den USA und mögliche Änderungen der Handelspolitik sollten zu neuer Volatilität führen. In Europa besteht trotz der Handelsabkommen das Risiko sektoraler Zölle, was besonders exportorientierte Unternehmen treffen dürfte.

Darüber hinaus hängen einige Nachfrageimpulse von politisch gesetzten Programmen ab, deren Verzögerungen die Ergebniserwartungen beeinflussen könnten. Ein weiter erstarkender Euro würde zudem Gegenwind für die europäische exportorientierte Industrie bedeuten. Trotz dieser Herausforderungen bieten die fundamentalen Rahmenbedingungen ein solides Fundament für ein weiteres gutes Aktienjahr.

Fazit: 2026 wird ein Jahr der Bestätigung

Im Jahr 2026 stehen die Aktienmärkte vor der Herausforderung, die hohen Bewertungsniveaus durch konkrete Ergebnisentwicklungen und höhere Gewinne zu rechtfertigen. Die stabilisierten geldpolitischen Rahmenbedingungen und langfristige Investitionsprogramme in Verteidigung und Infrastruktur schaffen eine weniger zyklische und besser planbare Nachfrage, die positive Vorgaben bieten sollte. Der Fokus wird zunehmend auf die operative Leistung der Unternehmen gelegt. Firmen, die strukturell solide aufgestellt sind, haben die besten Chancen, ihre Wachstumsziele zu erreichen. Die anhaltende KI-Fantasie, eingebettet in ein Umfeld zunehmender konjunktureller Dynamik, rechtfertigt weitere Anstiege der wichtigen Aktienindizes.

Der S&P 500 sollte auch 2026 ein deutliches Kurspotenzial aufweisen, obwohl eine mögliche Abwertung des US-Dollars die Gewinne in Euro geschmälert darstellen könnte. Der DAX sollte in seiner Performance nur leicht hinter dem amerikanischen Blue-Chip-Index zurückbleiben, wird jedoch etwas positiver gesehen als der weniger zyklische Euro Stoxx 50.



Mischpult Musterportfolio

Christoph Müller & Thorsten Wenzel, Analysten

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

Autor: Christoph Müller, Analyst, 3. Dezember 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.

Der Jahresabschluss mag zwar recht turbulent verlaufen, dies soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich mit 2025 ein für das assetklassenübergreifende DZ BANK Musterportfolio sehr erfolgreiches Anlagejahr dem Ende zuneigt. Derzeit liegt das Plus bei rund 10% – und das trotz des vorübergehenden Kurseinbruchs im Zuge des US-Zollchaos und der damit verbundenen erheblichen Verunsicherung an den weltweiten Finanzmärkten.

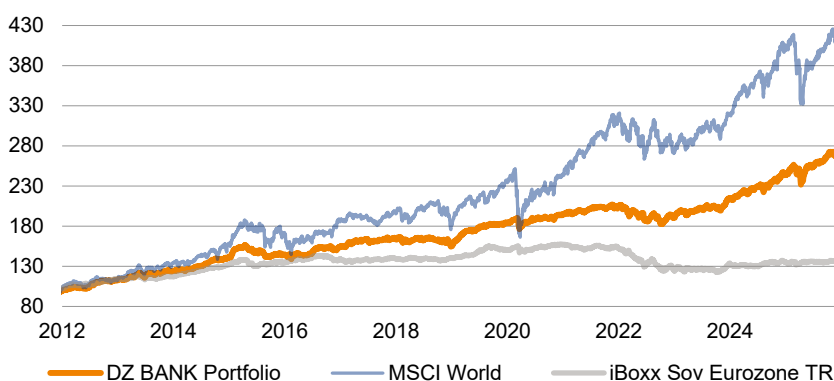
Getrieben wurde die erfreuliche Entwicklung seit Jahresbeginn vor allem von den deutlichen Kursanstiegen bei Gold (wechsellkursbereinigt plus 40%) sowie dem EU-Luftfahrt- und Verteidigungsindex (plus 50%). Einen positiven Beitrag leisteten zudem der DAX und das Engagement in Schwellenländeraktien, die in den letzten knapp elf Monaten um 17% sowie wechsellkursbereinigt 14% zulegen konnten. Während die meisten anderen Portfoliomitglieder zumindest einen moderat positiven Beitrag geleistet haben, belasteten vor allem die kurzlaufenden US-Staatsanleihen. Zwar wurden hier aufgrund des allgemein nachlassenden US-Renditenniveaus Kursgewinne verzeichnet. Diese genügten jedoch nicht, um die US-Dollar-Schwäche gegenüber dem Euro zu kompensieren, sodass aus einem Plus von 5% wechsellkursbereinigt ein Minus in vergleichbarer Größenordnung resultiert.

Am angeschlagenen Erscheinungsbild des US-Dollars dürfte sich unseres Erachtens vorerst nichts ändern. Dem Greenback mag es in den letzten Wochen zwar phasenweise gelungen sein, etwas Boden gutzumachen. Nachhaltig dürfte diese Stabilisierung jedoch nicht sein. Vielmehr prognostizieren wir auf Jahressicht einen Euro-US-Dollar-Wechselkurs von 1,22 US-Dollar und damit eine weitere Abwertung des Greenback von rund 5%. Die kurzlaufenden US-Staatsanleihen dürften zwar aufgrund bevorstehender Leitzinssenkungen durch die US-Notenbank bis Mitte 2026 moderate Kursgewinne verzeichnen. So fiel die US-Rendite im zweijährigen Bereich bereits in den vergangenen Monaten von deutlich über 4% auf aktuell etwa 3,5%, und diese Entwicklung dürfte sich auf Jahressicht bis auf ein Niveau von 3,3% fortsetzen. Um die Wechselkursverluste wettzumachen, sollten zu erwartende Kursgewinne und Coupon-Zahlungen jedoch nicht genügen. Vor diesem Hintergrund trennen wir uns von unserem Engagement in US-Treasuries mit ein- bis dreijähriger Laufzeit, die bislang einen Anteil von knapp 12% hatten. Die übrigen US-Dollar-denominierten Vermögenswerte im Portfolio bleiben unterdessen unangetastet. So rechnen wir sowohl bei den US-Aktienindizes Nasdaq 100 und Russel 2.000 als auch beim Index basierend auf Schwellenländeraktien mit deutlichen Kurssteigerungen, die der US-Dollar-Abwertung entgegenwirken und diese sogar merklich überkompensieren sollten.

Weltweit robuste konjunkturelle Rahmenbedingungen, eine neutrale EZB-Geldpolitik und sinkende Leitzinsen in den USA sowie aufgrund eines höheren staatlichen Finanzierungsbedarfs tendenziell steigende Renditen bei längeren Laufzeiten – ein solches Umfeld dürfte vor allem die Finanzbranche im Jahr 2026 stützen. Die Konsequenz sind höhere Wiederanlagerenditen für Versicherer und Finanzdienstleister sowie eine steilere Zinsstrukturkurve und rückläufige Ausfallrisiken für Geschäftsbanken. Vor diesem Hintergrund mischen wir unserem Musterportfolio zwei Aktienindizes bei, die der Entwicklung der Finanzbranche aus den USA und dem Euroraum folgen.

Mit dieser Anpassung sehen wir unser Musterportfolio adäquat für das Jahr 2026 aufgestellt. Auf der einen Seite liefert der Aktienanteil in Höhe von über 50% die Chance, überproportional von der erwarteten positiven Entwicklung gerade in den Bereichen globale Finanzbranche und US-Technologie sowie von den europäischen und deutschen Fiskalmaßnahmen in Verteidigung und Infrastruktur zu profitieren. Die festverzinslichen Wertpapiere (20%) geben dem Portfolio auf der anderen Seite die notwendige Stabilität. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund von potenziellen Rückschlägen.

Kursentwicklung seit Auflegung (in Euro)



Quelle: Bloomberg

Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 3. Dezember 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 makro-ökonomische 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 3. Dezember 2025 setzt sich das Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global wie folgt zusammen:

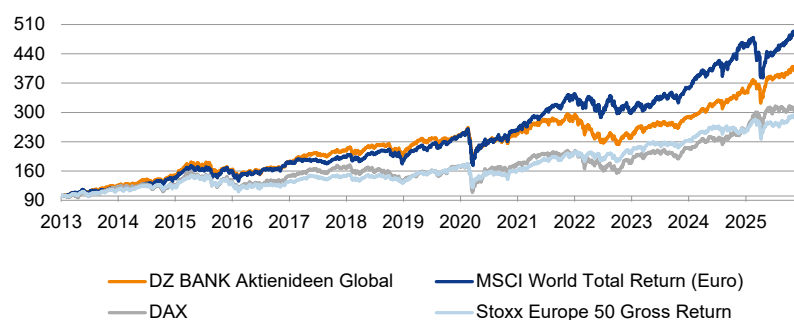
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	01.01.2025	13	295,90	371,80	+30,9% (inkl. Dividende)
BMW	17.02.2025	51	84,08	89,56	+11,6% (inkl. Dividende)
Deutsche Börse	28.10.2025	21	223,30	224,90	+0,7%
Deutsche Telekom	06.08.2025	142	31,31	27,52	-12,1%
Hannover Rück	21.10.2025	18	254,80	256,40	+0,6%
Jungheinrich	20.10.2025	154	30,26	34,62	+14,4%
Krones	11.09.2025	34	132,00	128,60	-2,6%
Mercedes-Benz Group	03.11.2025	81	57,31	59,23	+3,4%
Zalando	24.11.2025	211	22,11	23,22	+5,0%
ABB	21.10.2025	74	63,31	61,55	-2,8%
Alphabet	03.11.2025	18	246,48	272,27	+10,5%
Amazon.com	01.01.2025	18	211,99	201,96	-4,7%
Capgemini	30.07.2025	33	132,50	137,75	+4,0%
CRH	21.10.2025	46	101,86	102,19	+0,6% (inkl. Dividende)
Danone	04.04.2025	52	72,32	76,70	+9,0% (inkl. Dividende)
EssilorLuxottica	01.01.2025	17	235,60	307,40	+32,2% (inkl. Dividende)
Hermès International SCA	13.10.2025	2	2.042,00	2.118,00	+3,7%
Holcim	01.01.2025	43	92,86	81,44	+39,6% (inkl. Dividende und Spin-off)
Inditex	27.11.2025	99	48,05	49,07	+2,1%
Microsoft	01.01.2025	9	407,29	422,16	+4,4% (inkl. Dividende)
ServiceNow	21.10.2025	5	811,01	710,24	-12,4%
Thales	05.05.2025	16	251,50	221,40	-10,5% (inkl. Dividende)
Universal Music Group	19.08.2025	182	24,70	21,38	-12,5% (inkl. Dividende)
Veolia Environnement	20.10.2025	157	29,58	29,17	-1,4%

Stand: 3. Dezember 2025

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 2. Dezember 2025 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 19,6% erzielt und damit besser abgeschnitten als der MSCI World Total Return in Euro (7,3%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (15,3%) und der DAX (19,1%). 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



Seitwärts gen Süden: Ölpreis 2026

Linda Yu, Analystin

Der Ölpreis hatte es 2025 nicht leicht, denn die US-Handelspolitik und der Expansionskurs der OPEC+ sorgten für ordentlich Gegenwind. Dass die Preise nicht viel deutlicher gefallen sind, war in erster Linie Chinas umfangreichen Lagerkäufen zu verdanken. 2026 dürften Konjunkturimpulse und die Pause der OPEC+ erst stabilisierend wirken, ehe zum Jahresende das Überangebot überhandnimmt.

2025 verlief für den globalen Rohölmarkt insgesamt durchwachsen. **Nach einem vielversprechenden Jahresauftakt schwand die anfängliche Zuversicht ab dem Frühjahr deutlich.** Haupttreiber der Eintrübung war die erratische Handelspolitik des wiedergewählten US-Präsidenten Donald Trump, die das Vertrauen in die Stabilität internationaler Handelsbeziehungen nachhaltig und damit die Perspektiven für das Wirtschaftswachstum und die Rohölnachfrage belastete.

Parallel dazu setzte die **OPEC+ auf eine klar expansive Förderstrategie**, um verlorene Marktanteile zurückzugewinnen. In Kombination mit einer wachsenden Furcht vor einer globalen Rezession führte diese Politik zu einem markanten Preistrückgang von rund 20%, wodurch der Rohölpreis in die Region um 60 US-Dollar je Barrel sank.

Geopolitische **Spannungen in der Ukraine und im Nahen Osten sorgten zwar punktuell für Aufwärtssimpulse.** Diese vermochten es jedoch nicht, den übergeordneten Abwärtstrend zu bremsen. So überwog doch die Angst vor einem strukturellen Überangebot und einer global schwächelnden Nachfrage. Dass die Preise trotz dieser Belastungsfaktoren nicht noch deutlicher unter Druck geraten sind, lag in erster Linie an Chinas **umfangreichen Lagerkäufen**, die einen erheblichen Teil des zusätzlichen Angebots absorbierten.

Doch inzwischen mehren sich wieder die dunklen Wolken am Rohölhorizont. Der Markt steuert auf ein strukturelles Überangebot zu. **Belastend wirkt hierbei zum einen die wachstumsorientierte Förderpolitik der OPEC+, die auch 2026 kaum Kursänderungen erkennen lassen dürfte.** Zwar liegt die tatsächliche Produktion derzeit noch etwa 500.000 Barrel pro Tag unter dem Zielwert – primär bedingt durch Investitionsrückstände in einzelnen Mitgliedsstaaten.

Doch nach der für das erste Quartal 2026 vereinbarten temporären Unterbrechung dürften die Ausweitungen fortgesetzt werden. Mehr als ein kurzfristig stabilisierendes Signal dürfte von der angekündigten Pause demnach kaum ausgehen, ändert sie doch wenig an der Perspektive eines tendenziell überversorgten Marktes.

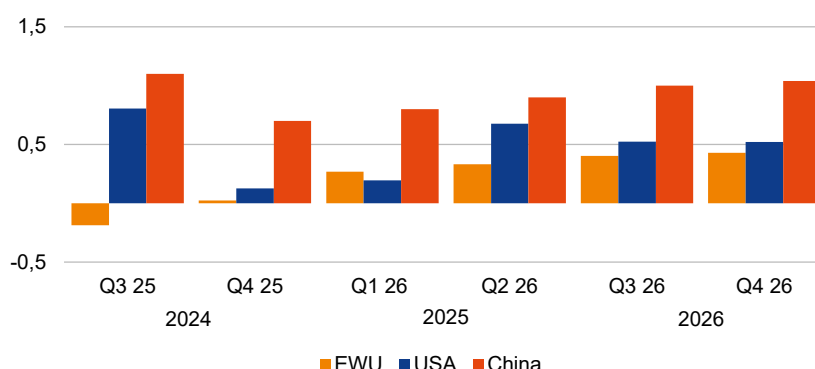
US-Ölproduktion am Scheideweg – die Wachstumsdynamik verlangsamt sich

Außerhalb der OPEC bleibt die **US-Ölförderung zwar der zentrale Pfeiler des globalen Ölangebots. Rund 15% trägt sie zum weltweiten Markt bei**, ermöglicht durch die Schieferölrevolution mittels Fracking und die Expansion neuer Offshore-Projekte im Golf von Mexiko. Allerdings gerät die bisherige Rekorddynamik ins Stocken. So äußerten viele Betreiber zuletzt eine vorsichtige Investitionshaltung. Zudem haben zahlreiche Unternehmen ihre Bohr- und Fertigstellungsaktivitäten bereits spürbar gedrosselt.

Hintergrund dieser Zurückhaltung ist das **komplexe Spannungsfeld, in dem sich die Branche derzeit bewegt**. Die Handels- und Industriepolitik der USA sowie die strategische Rückeroberung von Marktanteilen durch die OPEC+ erhöhen die Unsicherheit. Zugleich haben Branchenumfragen gezeigt, dass bestehende Bohrungen bei den aktuellen Ölpreisen zwar profitabel betrieben werden können, neue Projekte jedoch einen Preis von rund 60 US-Dollar pro Barrel erfordern, um auf längere Sicht wirtschaftlich attraktiv zu sein.

Daher erwartet die US-Energiebehörde Energy Information Administration (EIA) für **2025 nur noch einen moderaten Produktionsanstieg von etwa 160.000 Barrel pro Tag**. Für 2026 dürfte die US-Förderung ohne signifikante Investitionsimpulse oder technologische Durchbrüche stagnieren.

Wachstumsschub dank fiskalpolitischen Impulsen ab 2026
BIP-Prognosen des DZ Research für EWU, USA und China (Q/Q, in %)



Quelle: DZ BANK

Konjunkturelle Wachstumsimpulse dank Fiskalmaßnahmen ab 2026

Während von der Angebotsseite – auch ohne weitere Ausweitung der US-Produktion – unter dem Strich eher belastende Faktoren ausgehen, **zeichnen sich für 2026 erste konjunkturelle Lichtblicke ab, die nachfrageseitig für frische Impulse** sorgen könnten. So dürfte die US-Wirtschaft dank Fiskalmaßnahmen, Steuersenkungen und Investitionsanreizen wieder an Schwung gewinnen. KI-Investitionen, Leitzinssenkungen und ein robuster privater Konsum stützen dabei das Wachstum und die Ölpreise. Auch im Euroraum dürfte die Konjunktur wieder anziehen, dank hoher Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur. Dagegen bleibt die chinesische Wirtschaft ein Unsicherheitsfaktor: Eine schwache Binnennachfrage und fallende Immobilienpreise bremsen die Dynamik, auch wenn ein Wachstum von rund 4% im Jahresvergleich recht solide erscheint. Insgesamt dürfte die globale Ölnachfrage 2026 wieder moderat steigen – allerdings ohne die strukturelle Überversorgung vollständig auszugleichen.

Geopolitik: Risiken bleiben, aber mit begrenzter Marktwirkung

Die geopolitische Risikolage sorgte in den letzten Jahren zwar immer wieder für vorübergehende Impulse. Doch zuletzt ist die **Sensitivität des Marktes gegenüber derartigen Entwicklungen zurückgegangen**. So haben insbesondere die jüngst verschärften US-Sanktionen gegen Russland die geopolitische Unsicherheit erhöht und die Diskussion über mögliche Angebotsverknappungen neu entfacht. Dennoch lässt die aktuelle Preisentwicklung nicht erkennen, dass der Markt davon ausgeht, einen substantiellen Teil der russischen Ölversorgung zu verlieren. Damit bleiben die Risiko-

prämien begrenzt – ein Hinweis darauf, dass Händler und Investoren die **Umleitung russischer Exporte über alternative Absatzmärkte** weiterhin als funktionsfähig einschätzen.

Ähnlich verhält es sich mit den **anhaltenden ukrainischen Drohnenangriffen auf russische Raffinerien**. Schätzungen zufolge sind derzeit zwar rund 38% der russischen Raffineriekapazitäten beeinträchtigt. Die **Förderanlagen selbst bleiben jedoch intakt**, sodass russisches Rohöl nach wie vor seinen Weg auf die Weltmärkte findet.

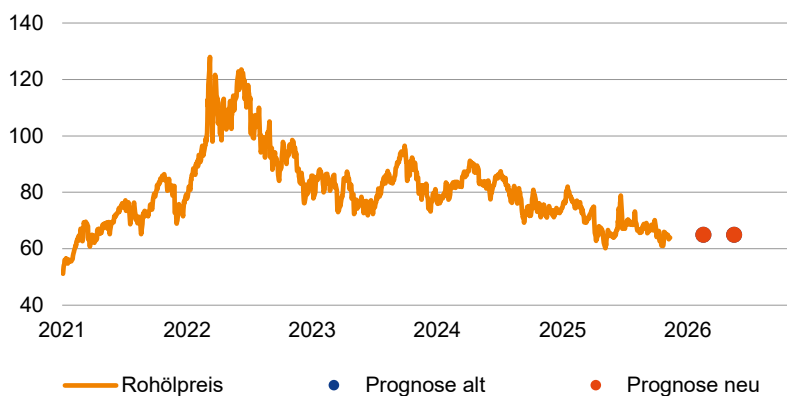
Insgesamt bleibt die **geopolitische Risikoprämie im Ölpreis moderat – präsent, aber keineswegs dominierend**. Sollte sich die Lage zuspitzen oder die Exportumleitungen ins Stocken geraten, könnte die aktuelle Marktgelassenheit jedoch rasch einer Neubewertung der Risikolage weichen. Umgekehrt hätte ein Friedensabkommen zwischen Russland und der Ukraine das Potenzial, für Entspannung an der geopolitischen Front und moderaten zusätzlichen Druck auf den Rohölpreis zu sorgen.

Fazit: Mittelfristig kleine Lichtblicke, langfristig weiter unter Druck

Nach einem volatilen Jahr 2025 deutet sich für **2026 eine moderate Stabilisierung am Ölmarkt** an. Zwar bleibt das globale Angebot auf Rekordniveau, doch vor allem in den USA dürfte das Produktionswachstum angesichts niedriger Preise ins Stocken geraten. Kurzfristig stützen zudem die temporäre Förderpause der OPEC sowie die Nachfrageseite dank konjunktureller Impulse – der Ölpreis sollte sich damit kurz- bis mittelfristig im Bereich von rund 65 US-Dollar je Barrel halten können.

Langfristig betrachtet **überwiegt indes der strukturelle Angebotsüberschuss, sodass weiterer Abwärtsdruck auf den Ölpreis bestehen sollte**. Auch die geopolitische Gemengelage – trotz anhaltender Unsicherheiten rund um mögliche US-Sanktionen gegen Russland und Iran – liefert nur begrenzte Unterstützung. Der Ölpreis dürfte **auf Sicht von zwölf Monaten auf die Marke von 60 US-Dollar je Barrel zusteuern**.

Für 2026 gilt für den Ölpreis: **Seitwärtsorientiert mit Tendenz gen Süden**
Rohölpreis der Sorte Brent (in USD je Barrel)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK



Von sicheren Häfen und Spekulationsobjekten Gold und Bitcoin

Thomas Kulp und Jonathan Osswald, Analysten

Gold ist und bleibt der ultimative sichere Hafen und dürfte im derzeit günstigen Umfeld auf Jahressicht neue Rekorde erzielen. Bitcoin hingegen erreicht zwar weiterhin nicht die Stabilität und historische Vertrauensbasis von Gold, baut aber seine Position als digitales Wertaufbewahrungsmittel stetig aus und gewinnt zunehmend an Bedeutung, wird an den Finanzmärkten jedoch anhaltend als Spekulationsobjekt betrachtet.

In Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit rücken Anlagen mit potenzieller Wertspeicherfunktion stärker in den Fokus der Anleger. Gold – und in gewissem Umfang auch Bitcoin – gehören dazu, sodass die Diskussion über ihre Rolle im Portfolio an Dynamik gewonnen hat. Beide teilen Eigenschaften, darunter eine gewisse Unabhängigkeit vom traditionellen Finanzsystem und eine begrenzte Verfügbarkeit, weisen aber auch deutliche Unterschiede auf. Wir zeigen auf, welche Faktoren ihre Entwicklung maßgeblich beeinflussen.

Traditionelle Treiber am Goldmarkt erleben eine Renaissance

Historisch betrachtet hängt der Goldpreis insbesondere von drei Faktoren ab. Erstens, von der Höhe der Marktzinsen. Je höher die Renditen, die verhältnismäßig risikolose Anleihen bieten, desto höher sind die Opportunitätskosten eines Engagements in Gold, sprich, desto unattraktiver ist das unverzinst gelbe Edelmetall. Zweitens spielt die Lage auf geopolitischer und finanzmarkttechnischer Ebene eine Rolle, da sich Gold seit Jahrzehnten als sicherer Hafen an den Kapitalmärkten etablieren konnte. So steigt die Goldnachfrage während wirtschaftlichen oder geopolitischen Krisen, aber auch in Phasen mit hohen Inflationsraten. Drittens hängt der Preis des Edelmetalls von der Stärke oder Schwäche des US-Dollars ab, da der weltweite Goldhandel vorwiegend in US-Dollar abgewickelt wird. Je stärker die Weltleitwährung abwertet, desto günstiger wird der Erwerb von Gold für Halter anderer Währungen und desto stärker ist tendenziell die Nachfrage nach dem gelben Edelmetall. Da der US-Dollar ebenfalls den Status eines sicheren Hafens an den Märkten genießt, resultiert ein angeschlagenes Vertrauen in den Dollar in der Regel auch in einer höheren Goldnachfrage. Die Gewichtung dieser Nachfragefaktoren ist aber nicht statisch, sondern kann sich verschieben, je nachdem wie sich das globale wirtschaftliche und politische Umfeld verhält.

Insbesondere seit der damaligen Zuspitzung des Nahostkonflikts im Oktober 2023 rückten geopolitische Spannungen in den Fokus der Goldanleger. Andere Nachfragetreiber, wie die Höhe der Zinsen oder die Stärke des US-Dollars, schienen ihre Triebkraft zu verlieren. Phasenweise stieg der Goldpreis sogar bei gleichzeitig steigenden Zinsen. Eine Wiederbelebung der klassischen Treiber markiert die ausgeprägte Aufwärtsbewegung zwischen August und Oktober dieses Jahres. Spätestens nach Veröffentlichung des US-Arbeitsmarktberichts vom August, der einen deutlich schwächeren Arbeitsmarkt als bis dahin angenommen darlegte, verfestigten sich die marktseitigen US-Leitzinssenkungserwartungen und der Preis für eine Feinunze Gold stieg zeitweise auf einen neuen Rekordwert von 4.400 US-Dollar. Gegenwärtig rechnet der Großteil der Marktteilnehmer mit einer weiteren Leitzinssenkung der Fed um 25 Basispunkte bis Ende 2025 und weiteren Lockerungen im Verlauf von 2026, was der Goldnachfrage Auftrieb verleiht.

Derzeit spielt aber nicht nur die Geldpolitik der US-Notenbank eine wichtige Rolle am Goldmarkt. Auch der Blick der (Gold-)Anleger auf den Status des US-Dollars hat sich geändert. Die anhaltenden Versuche des US-Präsidenten, in die Souveränität der Federal Reserve einzugreifen, werfen in der Wahrnehmung der Märkte bereits Fragen zu ihrer Unabhängigkeit auf. Dabei möchte US-Präsident Trump schnellere und entschlossene Leitzinssenkungen bewirken. Sollte die Fed in den kommenden Monaten eine expansivere Geldpolitik betreiben, als es die Datenlage rechtfertigt, dürfte die Zentralbankunabhängigkeit in den Augen der Marktteilnehmer und der Öffentlichkeit nachhaltig beschädigt werden. Das Vertrauen in den US-Dollar würde hierunter leiden, während vor allem der Euro, andere G10-Währungen und Edelmetalle verstärkt nachgefragt würden. Dies gilt insbesondere für Gold, das in seiner Funktion als sicherer Hafen in einer solchen Situation besonders stark profitieren würde.

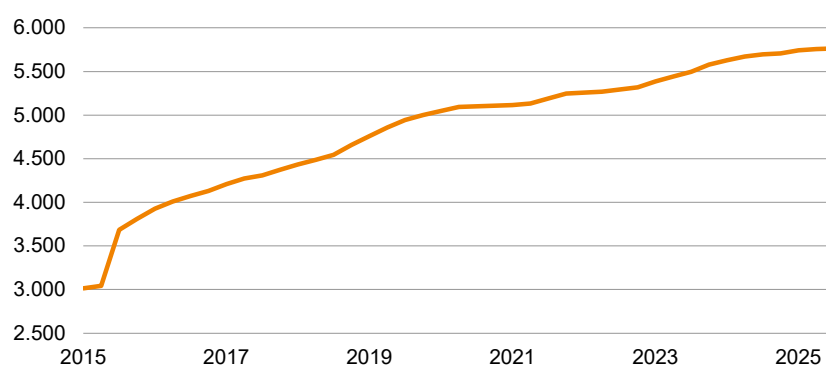
Hartnäckige US-Inflation verleiht Gold zusätzliche Attraktivität

Gold gilt für viele Menschen nicht nur als Zufluchtsort in unsicheren Zeiten, sondern auch als Schutz gegen übermäßige Inflation. In den USA steigt die Inflationsrate bereits seit April 2025 an und lag im September bei 3,0% im Vergleich zum Vorjahr – deutlich über dem 2%-Ziel der US-Notenbank. Dabei dürften vor allem die verhängten US-Importzölle zu einem vorerst anhaltenden Preisdruck beitragen. Dass diese Sorge vor erhöhten Preisniveaus sowohl private als auch institutionelle Anleger umtreibt, zeigt sich in den starken Zuflüssen bei goldgedeckten ETFs. So ist das Volumen des zugrunde liegenden ETF-Goldes weltweit seit Jahresbeginn um 17% gestiegen.

Langfristige Nachfragetreiber bleiben ebenfalls bestehen

Auch wenn der Fokus der Marktteilnehmer aktuell vorrangig auf die Federal Reserve und den US-Dollar gerichtet ist, wurden die in den letzten beiden Jahren dominierenden strukturellen Faktoren keinesfalls ad acta gelegt. Trotz der aktuellen Entspannung im Nahostkonflikt bleiben Veränderungen in der Weltpolitik – wie die Verschiebung der geopolitischen Rahmenbedingungen und die derzeit stattfindende De-Globalisierung beziehungsweise Blockbildung – wichtige Faktoren, die die Rolle von Gold als ultimativer sicherer Hafen hervorheben.

Schwellenländer beabsichtigen, ihre Goldbestände weiter aufzustocken
Goldreserven der BRICS-Staaten in Tonnen



Quellen: World Gold Council, DZ BANK

Aus dieser Entwicklung heraus ergibt sich ein zusätzlicher struktureller Treiber für die Goldnachfrage: Zentralbanken, besonders in Schwellenländern, kaufen verstärkt Gold. Ihr Ziel ist es, ihre Anfälligkeit für beziehungsweise ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Allein die BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) haben ihre Goldposition in den letzten Jahren deutlich ausgebaut und seit 2015 fast 3.000 Tonnen Gold gekauft – das

entspricht einem Anstieg ihrer Bestände um rund 90%. Auch Länder wie Kasachstan, Polen, Tschechien, Ghana und die Türkei sind jüngst in den „goldenen Zug“ eingestiegen und planen, den Goldanteil ihrer Reserven ebenfalls stark zu erweitern. Angesichts dieses strategischen Ziels dürften die Zentralbankkäufe auch auf Jahressicht für Auftrieb am Goldmarkt sorgen.

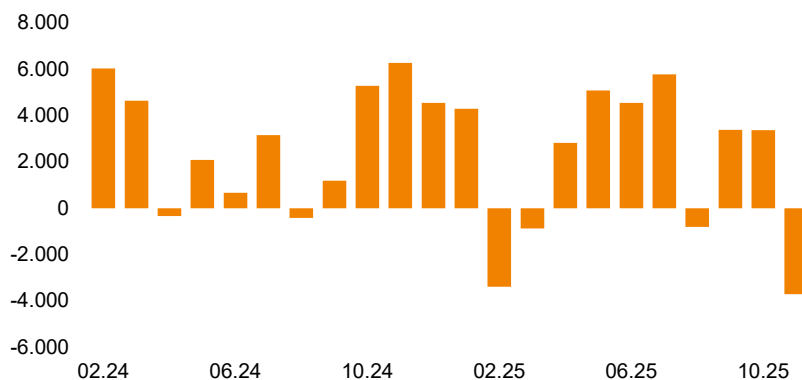
Im Gegensatz zum traditionellen Edelmetall Gold, wird Bitcoin an den Finanzmärkten weiterhin überwiegend als spekulatives Anlagegut wahrgenommen. Auch wenn Bitcoin bei Anlegern zunehmend als digitales Wertaufbewahrungsmittel an Bedeutung gewinnt, bleibt eine fundierte Fundamentalanalyse zur Erstellung belastbarer Kursprognosen weiterhin schwierig. Dennoch lassen sich am Kryptomarkt Trends und Entwicklungen beobachten, die auf eine fortschreitende Reifung dieser jungen Anlageklasse hindeuten.

Liquidität und Volatilität prägen den Bitcoin-Markt

Bitcoin ist mit hoher Dynamik in das vierte Quartal 2025 gestartet. Nach einem neuen Allzeithoch von rund 126.000 US-Dollar kam es zu einem ausgeprägten Kursrückgang bis auf etwa 85.000 US-Dollar, wobei kurzfristig sogar die 80.000-US-Dollar-Marke tangiert wurde. Diese Entwicklung verdeutlicht die weiterhin ausgeprägte Volatilität des Marktes und unterstreicht die Bedeutung eines nüchternen Blicks auf kurzfristige Preisbewegungen.

Die letzten Wochen zeigten erneut die hohe Sensitivität des Kryptomarktes gegenüber Liquidität, makroökonomischen Signalen und der Positionierung großer Akteure. Zeitweise moderat gedämpfte Zinssenkungserwartungen gegenüber der US-Notenbank, sinkende globale Risikobereitschaft und zahlreiche gehebelte Positionen führten zu umfangreichen Liquidationen. US-Bitcoin-Spot-ETFs verzeichneten seit Mitte Oktober Rekordabflüsse von mehr als 5 Mrd. US-Dollar, darunter über 900 Mio. US-Dollar an einem einzigen Tag. Aktuell setzen zwar deutlich mehr Anleger auf einen steigenden Bitcoin-Kurs (Long-Position) als auf fallende Kurse (Short-Positionen). Wenn der Kurs jedoch unerwartet sinkt, können viele dieser Long-Positionen automatisch geschlossen werden. Das kann zusätzlichen Verkaufsdruck erzeugen und den Kurs kurzfristig weiter belasten.

Spot-ETFs öffnen die Tür für institutionelle Anleger, sind aber keine Einbahnstraße
Bitcoin-Spot-ETFs (in Mio. USD p. M.)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Diese Dynamiken entfalten sich in einem Marktumfeld, dessen Liquidität im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen deutlich geringer und zudem stark fragmentiert ist. Im Vergleich zu etablierten Anlageklassen wie dem Devisenmarkt sind die Orderbücher deutlich dünner und über zahlreiche Handelsplätze verteilt. Bitcoin wird weltweit an Hunderten von Börsen gehandelt – ohne zentrale Preisbildung oder einheitliche Market-Maker-Strukturen wie im Devisen-Markt. Dadurch können bereits Handelsvolumen im zweistelligen Millionenbereich überproportionale Kursausschläge auslösen, was die grundsätzlich höhere Volatilität der Anlageklasse erklärt. In Phasen hoher Zuflüsse entsteht dadurch ein spürbarer Aufwärtsdruck auf den Bitcoin-Kurs, während Abflüsse ebenso schnell zu deutlichen Korrekturen führen können.

Gleichzeitig wächst aber das Interesse institutioneller Anleger an Bitcoin. Besonders die im vergangenen Jahr eingeführten Spot-ETFs haben sich zu einem zentralen Kurstreiber entwickelt. Ihr aktuell verwaltetes Gesamtvermögen liegt bei rund 118 Mrd. US-Dollar. Damit halten die Spot-ETFs inzwischen etwa 6,5% aller im Umlauf befindlichen Bitcoins. Darüber hinaus fördern sie die breitere Marktakzeptanz und verankern Bitcoin zunehmend in der traditionellen Finanzwelt.

Bitcoin rückt weg von der Rolle als Zahlungsmittel und mehr in die eines digitalen Wertspeichers

Die Wahrnehmung von Bitcoin entwickelt sich spürbar weiter. Seine von Unterstützern unterstellte Funktion verschiebt sich zunehmend vom reinen Zahlungsmittel hin zu einem digitalen Wertspeicher. Anleger nutzen Bitcoin heute überwiegend als Mittel zur langfristigen Wertaufbewahrung und weniger als globales Zahlungssystem. Die Parallelen zu Gold sind offensichtlich: ein strikt begrenztes Angebot, kein Gegenparteirisiko sowie eine zunehmende Relevanz als potenzieller Schutz in geopolitisch oder geldpolitisch unsicheren Phasen. Dennoch erreicht Bitcoin weiterhin nicht die etablierte Rolle von Gold als weltweit anerkanntes „Safe-Haven“-Asset.

Auch institutionell ist ein Wandel erkennbar. Die tschechische Nationalbank beispielsweise zählt zu den ersten Zentralbanken, die Bitcoin in kleinen Testportfolios berücksichtigen – zusätzlich zu ihren zuletzt deutlich ausgeweiteten Goldkäufen. Vor dem Hintergrund globaler Diversifizierungsstrategien erwarten zahlreiche Beobachter, dass Bitcoin langfristig in ausgewählten Zentralbankbilanzen auftauchen könnte – als Ergänzung zu Gold, nicht als dessen Ersatz.

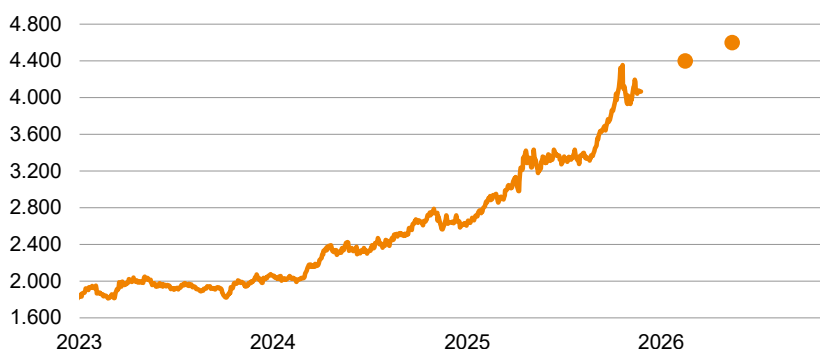
Trotz positiver Strukturtrends bleibt das Umfeld risikobehaftet. In den USA prüfen die Aufsichtsbehörden (CFTC und SEC) neue Vorgaben für den Kassamarkt (Spotmarkt) sowie mögliche Einstufungen von Unternehmen mit hohem Krypto-Exposure. Ein Ausschluss eines Unternehmens wie Strategy aus zentralen MSCI-Indizes könnte erhebliche Kapitalabflüsse und damit indirekten Druck auf den Bitcoin-Markt auslösen. Auch makroökonomisch bleibt die Lage angespannt. Insbesondere geopolitische Risiken und eine erhöhte Anfälligkeit im Technologiesektor bremsen die Risikobereitschaft. Langfristige technologische Fragen wie potenzielle Angriffe durch Quantencomputer bleiben ebenfalls ein Thema, wenngleich vorerst theoretisch.

Fazit: Gold weiterhin mit Rückenwind, Bitcoin trotz Volatilität weiterhin gefragt

Nach einer Aufwärtsbewegung, wie sie in den letzten Quartalen beim Goldpreis zu beobachten war, sind vorübergehende Rücksetzer zwar immer wieder möglich, nicht zuletzt aufgrund von Gewinnmitnahmen. Auch überzogene US-Leitzinssenkungserwartungen oder eine Entspannung bei einer der zahlreichen Krisenherde können für zwischenzeitliche Volatilität sorgen. Unseres Erachtens überwiegt in den nächsten Monaten jedoch das Aufwärtspotenzial deutlich. Dabei dürften Leitzinssenkungen in den USA sowie potenzielle Angriffe des US-Präsidenten auf die Unabhängigkeit der Fed innerhalb der nächsten drei Monate zu einem Anstieg des Goldpreises auf 4.400 US-Dollar führen. Eine hartnäckig hohe US-Inflation und die zunehmende Blockbildung in der Weltpolitik zusammen mit der starken Zentralbanknachfrage verleihen der Attraktivität des gelben Edelmetalls langfristig weiteren Auftrieb. Auf Sicht von zwölf Monaten erwarten wir daher Goldpreise im Bereich von 4.800 US-Dollar je Feinunze.

Beim **Bitcoin unterstreicht die hohe positive Korrelation mit US-Technologieaktien dessen Charakter als spekulatives Investment**: In günstigen Marktphasen steigt der Kurs überproportional, während er in Stressphasen entsprechend stärker nachgibt. Dies ändert nichts daran, dass die führende Kryptowährung in den vergangenen Jahren aufgrund steigender institutioneller Nachfrage und wachsender Akzeptanz erheblich an Bedeutung gewonnen hat und weiter gewinnen könnte.

Das Jahr 2026 dürfte weitere Rekorde beim Goldpreis mit sich bringen
Goldpreis in USD je Feinunze inkl. DZ-BANK-Prognose



Quellen: Bloomberg, DZ BANK



Das „A“ und „O“ im nächsten Jahr Chancen und Risiken 2026

Christoph Müller, Analyst

Das Jahr 2025 neigt sich mit all seinen Krisen, Spannungen und Unruheherden, aber auch Neuanfängen und Rekorden dem Ende zu. Einige dieser positiven und negativen Entwicklungen kamen – wie jedes Jahr – überraschend oder wurden zumindest mehrheitlich nicht erwartet. Und auch 2026 könnten eher unwahrscheinliche und schwer greifbare Ereignisse Wirtschaft und Finanzmärkte erneut erheblich beeinflussen.

Unsere Liste an Chancen („O“) und Risiken („A“) außerhalb des unseren Prognosen zugrunde gelegten Hauptszenarios dürfte zwar nur einen Auszug aus einer breiten Palette alternativer Pfade darstellen. Um das Bewusstsein für Entwicklungen abseits der vorherrschenden Meinung zu schärfen, genügt sie aber allemal.

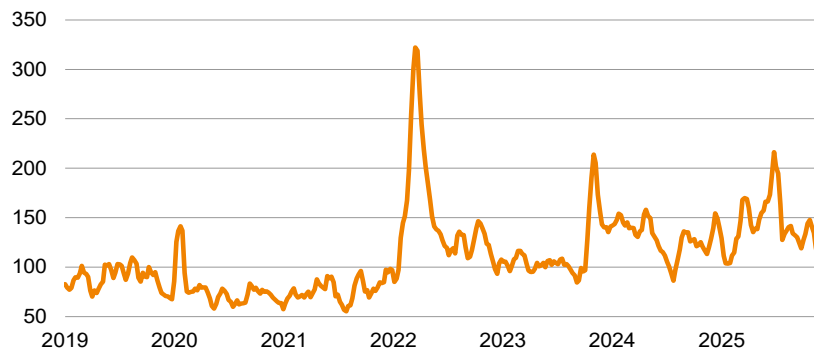
Optimismus in Deutschland: Blühende Landschaften 2.0

Die Bundesregierung plant, durch gezielte fiskalische Maßnahmen und Investitionen in Infrastruktur die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu stärken und Deutschland aus der Stagnation zu führen. Zentral sind dabei schnelle Planungsprozesse und der Abbau von Bürokratie, um die Handlungsfähigkeit des Staates zu demonstrieren. Dies könnte die Konsum- und Investitionsfreude steigern und Deutschland auf einen langfristig höheren Wachstumspfad einschwenken lassen.

Orientierungswechsel in den USA: America-First-Politik auf dem Prüfstand

Die 2026 anstehenden Midterm-Wahlen könnten die Machtverhältnisse in den USA ändern, falls die Demokraten vier Senatssitze gewinnen und damit die Mehrheitsverhältnisse kippen. Dies würde die Fähigkeit des US-Präsidenten, seine Politik unmittelbar umzusetzen, einschränken sowie mehr Zeit und Ressourcen in Verhandlungen mit dem Kongress erfordern. Eine Folge könnte eine Stabilisierung und geopolitische Annäherung, insbesondere mit der EU, sein, weg von „America First“ hin zu einem kooperativeren Ansatz.

Geopolitische Lage seit längerem angespannt – mehr Partnerschaft wäre hilfreich
Geopolitischer Risikoindex (GPR)



Quellen: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, DZ BANK

Ohne Konflikte: 2026 als Jahr der militärischen Deeskalation

Die weltpolitische Lage ist vielerorts von militärischen Konflikten geprägt, insbesondere in der Ukraine. Russlands Staatschef scheint taktisch zu spielen, indem er den US-Präsidenten verbal beruhigt, während er militärisch aktiv bleibt. Trotz der düsteren Aussichten besteht die Möglichkeit, dass die USA und die EU in den kommenden Monaten einen akzeptablen Friedensweg finden, was gesellschaftlich, wirtschaftlich und für die Finanzmärkte positiv wäre.

Offensive für mehr Effizienz durch Künstliche Intelligenz

Im Jahr 2025 verzeichneten europäische Unternehmen einen erheblichen Anstieg der Nutzung von Künstlicher Intelligenz, wobei 65% der Großunternehmen und 30% der Mittelständler KI produktiv einsetzen. Die Skalierung der KI bleibt dabei oft hinter den Erwartungen zurück, bedingt durch Fachkräftemangel, unzureichende Datenqualität und regulatorische Unsicherheiten. Investitionen in KI-Infrastruktur und autonome KI-Agenten könnten die Adoptionsrate erhöhen, indem sie die Migration bestehender IT-Systeme und den Betrieb von Modellen direkt am Einsatzort erleichtern.

Opportunität Humanoide Roboter für mehr Produktivität und Resilienz

Humanoide Roboter sind Maschinen, deren Form und Bewegung dem menschlichen Körper ähneln. Sie versprechen die Automatisierung von Aufgaben, die bisher menschliches Geschick erforderten. Ihre Bauweise ermöglicht eine nahtlose Integration in bestehende, auf Menschen ausgelegte Anlagen. Angetrieben wird die Nachfrage durch sinkende Kosten für Sensoren und Rechenleistung, globalen Arbeitskräftemangel und den Bedarf an resilienteren Fertigungskapazitäten. Obwohl universelle Haushaltsroboter noch weitgehend Zukunftsmusik sind, könnten humanoide Systeme bereits 2026 in Pilotprojekten oder als spezialisierte Assistenzroboter ihr Potenzial entfalten.

Optimierte Entwicklung von Medikamenten durch Generative KI

Künstliche Intelligenz revolutioniert durch Generative KI die biomedizinische Forschung, indem neue Moleküle, Proteine und Impfstoffkandidaten aus riesigen biologischen Datenmengen entwickelt werden. KI-Sprachmodelle extrahieren und verallgemeinern Regeln aus diesen Daten, was potenziell bahnbrechende Fortschritte bei Impfstoffen gegen schwere Krankheiten wie Krebs oder Alzheimer ermöglichen könnte, wodurch Leben gerettet und Gesundheitskosten gesenkt werden. Ein solcher Durchbruch würde einen äußerst positiven Einfluss auf den Kapitalmarkt haben, insbesondere für Gesundheits-, Pharma- und Biotech-Werte sowie Anbieter von Rechenleistung und Cloud-Infrastruktur.

Omnipotenz der Qubits: Quantencomputing und die Zukunft der Rechenkraft

Quantencomputer nutzen Qubits, die gleichzeitig die Zustände 0 und 1 einnehmen können, und ermöglichen dadurch extrem schnelle, parallele Berechnungen, was einen technologischen Durchbruch verspricht. Ihre immense Rechenkraft könnte die Entwicklung neuer Materialien, die Beschleunigung der Medikamentenentwicklung und blitzschnelle Finanzanalysen ermöglichen, während sie gleichzeitig das Risiko bergen, moderne Verschlüsselungen zu knacken. Zwar wird bis Ende 2026 kein fehlerkorrigierter kommerzieller Quantencomputer erwartet, jedoch ist ein praktischer Quantenvorteil in Nischenbereichen wie Logistik- oder Materialoptimierung denkbar.

Oase der Energie: Fusionsreaktor als unbegrenzte, klimaneutrale Quelle

Fusionsreaktoren, die CO₂-frei und ohne langlebigen Atommüll Energie liefern könnten, versprechen einen epochalen Durchbruch, indem sie die Energie der Sonne nachbilden, was die Energiepreise senken, geopolitische Abhängigkeiten

reduzieren und die Elektrifizierung energieintensiver Industrien klimaneutral ermöglichen würde, obwohl technische Hürden bestehen und kommerzielle Reaktoren laut Prognosen erst ab den 2040ern verfügbar sein könnten, investieren private Unternehmen verstärkt in diese Technologie.

Neben den oben genannten Chancen existieren unseres Erachtens 2026 auch zahlreiche Risiken:

Antiglobalisierung – zunehmende Blockbildung und fragmentierter Welthandel

Die Globalisierung hat in den letzten Jahrzehnten erheblich zum Wohlstand beigetragen, indem sich Länder auf die Produktion von Gütern und Dienstleistungen mit komparativen Vorteilen konzentrierten und andere importierten. Geopolitische Spannungen, insbesondere seit dem russischen Angriff auf die Ukraine, haben jedoch zu einer Fragmentierung des Welthandels geführt, wobei Handelsströme zunehmend in ideologisch ähnliche Blöcke verlagert werden. Diese Spaltung beeinträchtigt das Wachstumspotenzial und wird durch angespannte Handelsbeziehungen, wie zwischen den USA und China, sowie durch Handelspolitiken, die auch Partner betreffen, verschärft. Eine Eskalation in einen globalen Handelskrieg könnte erhebliche negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und Finanzmärkte haben, wie das Zollchaos Anfang April 2025 gezeigt hat.

Anhaltend schwelende Konflikte im Südchinesischen Meer

Die geopolitische Blockbildung könnte sich verschärfen, sollten die Spannungen in der Taiwanstraße militärisch eskalieren, insbesondere durch chinesische Militärübungen und Äußerungen über eine mögliche militärische Lösung der Taiwan-Frage. Die USA haben ihre Verpflichtung zur Wahrung der Verteidigungsfähigkeit Taiwans bekräftigt, was eine direkte Konfrontation zwischen den USA und China mit weitreichenden wirtschaftlichen Konsequenzen für die globalen Beziehungen und Finanzmärkte zur Folge haben könnte. Zusätzlich gibt es Spannungen im Südchinesischen Meer um die Spratly-Inseln, wobei mehrere Länder, einschließlich China, Gebietsansprüche erheben und die USA mit Kriegsschiffen das Prinzip der freien Seeschifffahrt schützen.

Aggression vonseiten Russlands in Richtung Baltikum und NATO nimmt zu

Europa und die USA befinden sich laut Sicherheitsexperten bereits in einem hybriden Krieg mit Russland, geprägt durch infrastrukturelle Sabotageakte, Desinformation und Cyberangriffe, die teils prorussischen Hackergruppen mit staatlicher Unterstützung zugeschrieben werden. Eine zunehmend wichtige Rolle in dieser hybriden Kriegsführung spielt Künstliche Intelligenz, indem sie bei der Auswahl von Zielen, der Generierung von Desinformationen und der Anpassung von Schadsoftware an Sicherheitsmechanismen eingesetzt wird, was zu gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Verunsicherung führt. Sicherheitskreise warnen zudem vor einem möglichen Übergang zu einem konventionellen Konflikt, da Russland ab 2028 in der Lage sein könnte, einen Angriff auf NATO-Staaten durchzuführen.

Ausgangspunkt Paris für die Euro-Krise 2.0

Seit Sommer 2024 herrscht politische Instabilität in Frankreich, wo ein Regierungschef nach dem anderen gestürzt wird, was zu einem Abstieg des Durchschnittsratings von AA auf A+ geführt hat. Diese Unsicherheit spiegelt sich am Staatsanleihemarkt wider, wo französische Anleihen ähnliche Aufschläge wie italienische verzeichnen. Ein Umschwung im Risikosentiment der Anleger, etwa durch Neuwahlen oder einen Rücktritt von Präsident Macron, könnte zu höheren Risikoaufschlägen führen und der rechtspopulistische Rassemblement National könnte politisch erstarken. Im schlimmsten Fall könnten auch andere hochverschuldete EWU-Mitglieder von höheren Aufschlägen betroffen sein, was eine Euro-Krise 2.0 auslösen könnte und die Gemeinschaftswährung und Wirtschaft gefährden würde.

Achsenverschiebung – die Welt rückt nach rechts

In mehreren westlichen Ländern, darunter die USA, Italien und Deutschland, ist ein spürbarer Rechtsruck zu beobachten, der das Risiko birgt, dass rechtspopulistische Parteien, die oft eine protektionistische Wirtschaftspolitik verfolgen, zunehmend die Macht übernehmen. Eine Studie zeigt, dass unter derartigen Regierungen das wirtschaftliche Wachstum langsamer ist und die soziale Ungleichheit zunimmt, was zusammen mit einer möglichen Erosion von Demokratie und EU-Kritik die Eurozone und den europäischen Finanzmarkt belasten könnte.

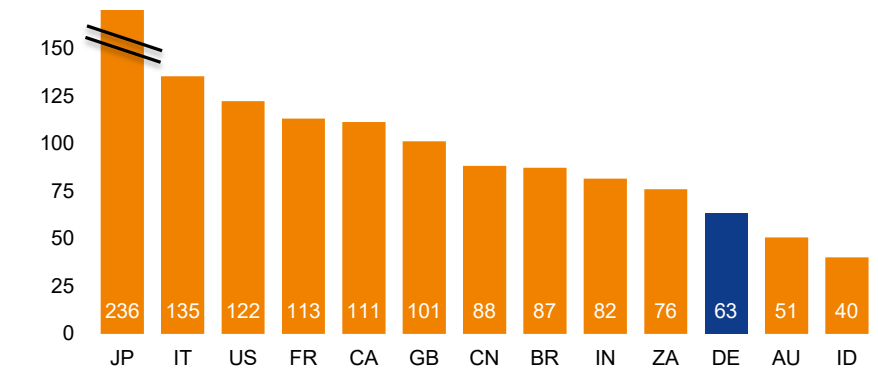
Aus für Fritz – vorgezogene Bundestagswahlen in Deutschland

Ein möglicher Rechtsruck in Deutschland, angeführt von der AfD, könnte sowohl politisch als auch wirtschaftlich problematisch sein. Für 2026 könnte dies vor allem relevant werden, wenn die aktuelle Regierung um Bundeskanzler Merz zerbrechen und vorgezogene Neuwahlen ausgerufen werden sollten. Generell dürfte eine abermalige politische Hängepartie mit einer Regierung auf Abruf in Berlin aus Sicht von Wirtschaft und Finanzmärkten alles andere als wünschenswert sein.

Auf Kante genäht – Verschuldung als Damoklesschwert für den Rentenmarkt

Trotz vieler unruhestiftender Ereignisse im Jahr 2025 blieb die Stimmung an den Finanzmärkten gut, jedoch könnten 2026 Schwierigkeiten am Rentenmarkt durch Investitionen und steigende Ausgaben in einigen Euroländern drohen, die die Schuldentragfähigkeit beeinträchtigen könnten. Zusätzlich könnte ein Verkauf von US-Staatsanleihen durch China im US-Zollstreit die Renditen drastisch erhöhen und die Refinanzierungskosten weltweit ansteigen lassen.

Staatsverschuldung in mehreren Ländern deutlich über 100% des BIP
Verschuldung des Gesamtstaates in % des jew. Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Statista, IWF, DZ BANK; Stand Ende 2024

Autonomie der US-Notenbank in Gefahr – mit weitreichenden Folgen

Sollte US-Präsident Trump durch personelle Veränderungen die Kontrolle über die US-Notenbank erlangen und die Fed unter dieser Zusammensetzung eine expansive Geldpolitik verfolgen, könnte dies die Zentralbankunabhängigkeit beeinträchtigen, zu steigenden Renditen bei langlaufenden Staatsanleihen und einem Wertverlust des US-Dollars führen, während andere G10-Währungen und Edelmetalle verstärkt nachgefragt würden.

Absturzgefahr – Rekorde als Vorboten für den Einbruch

Im Jahr 2025 erzielten diverse Anlageklassen, einschließlich Aktienmärkte wie DAX und S&P 500 sowie Bitcoin und Edelmetalle wie Gold und Silber, beeindruckende Rekorde. Aufgrund geo- und geldpolitischer Unsicherheiten sowie aufkeimender Zweifel am nachhaltigen Ertragspotenzial der KI-Industrie kann ein Stimmungsumschwung samt deutlicher Kurseinbrüche nicht ausgeschlossen werden.

Ansteckungsgefahr – wenn Stablecoins die Finanzstabilität gefährden

Stablecoins, die die Vorteile von Kryptowährungen mit der Stabilität etablierter Währungen verbinden sollen, könnten erheblich an Bedeutung gewinnen. Gerät jedoch ein relevanter Stablecoin in Turbulenzen, drohen Ansteckungseffekte, die weit über das Krypto-Segment hinausreichen und potenziell zu Kurseinbrüchen bei Staatsanleihen sowie einem Liquiditätsabfluss bei Banken führen.

Einen ausführlicheren Blick auf die genannten Entwicklungen außerhalb des Hauptszenarios bietet [diese Studie](#).



Diogenes schaut lieber nicht in die Glaskugel

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.

Wenn das Jahresende naht, werden in der Wirtschaftsforschung und in der Finanzbranche die Prognosen ein letztes Mal feingeschliffen, bevor dann das neue Jahr beginnt, für das sie möglichst zutreffend sein sollen. Wie entwickelt sich die Konjunktur im Inland und in den wichtigen anderen Volkswirtschaften? Werden die Inflationsraten steigen oder fallen? Welche Verschiebungen wird es im Gefüge der Wechselkurse geben? Werden die Zinsen steigen oder fallen? Wie werden die Aktienmärkte laufen? Drohen Probleme an bestimmten Ecken, zum Beispiel in speziellen Finanzmärkten, bei Immobilien oder am Arbeitsmarkt?

Diogenes war früher auch einmal in dem Geschäft tätig. Er erinnert sich noch daran, wie er sich ständig über eine Unmenge von Wirtschaftsdaten und Nachrichten auf dem Laufenden halten musste, um seine Prognosen begründen und verteidigen zu können. Heute ist er froh darüber, dass er das nicht mehr braucht. Die Glaskugel, die er über die Datenanalyse hinaus manchmal für das letzte Quäntchen an Inspiration zu Rate gezogen hatte, hat er mit in den Ruhestand genommen, aber er schaut nicht mehr oft hinein.

Ein Bekannter fragte ihn neulich: Warum interessierst du dich in deinem Alter überhaupt noch für Prognosen? Du weißt doch, je älter man wird, desto schneller vergeht die Zeit. Du hast ja kaum die Zeit, um festzustellen, ob die Prognose stimmt, und dann ist es schon wieder vorbei.

Darauf hatte Diogenes erst einmal keine Antwort – vor allem, weil er darüber nachdenken musste, was die These „Je älter man wird, desto schneller vergeht die Zeit“ eigentlich bedeutet.

Natürlich benutzt auch er die Redensart, dass die Zeit „wie im Flug“ vergangen ist. Wenn man in netter und anregender Gesellschaft ist, oder auch wenn man sich mit voller Konzentration in eine Aufgabe versenkt, schaut man irgendwann auf die Uhr und ist überrascht, wie weit sie vorgerückt ist. Die gegenteilige Erfahrung kennt aber auch jeder. Diogenes hat sie am nachdrücklichsten gemacht, als er es einmal mit Meditation versucht hat: Eine halbe Stunde lang still sitzen und an nichts denken – und vor allem nicht auf die Uhr schauen, denn die bewegt sich überhaupt nicht.

Aber was soll das mit dem Alter zu tun haben? Kinder spüren das wechselnde Tempo der Zeit vielleicht noch stärker als Erwachsene. Wenn für sie die Zeit zu langsam wird, nennen sie es „Mir ist langweilig“. Erwachsenen wird seltener langweilig, aber nicht, weil ihre Zeit schneller läuft, sondern weil sie gelernt haben, sich mit sich selbst zu beschäftigen.

Richtig verstanden bezieht sich der Spruch aber gar nicht darauf, wie schnell oder langsam wir manche Phasen erleben, sondern darauf, wie wir uns im Nachhinein an sie erinnern. Und da kehren sich „schnell“ und „langsam“ geradezu in ihr Gegenteil um. Die Corona-Zeit ist dafür vielleicht das beste Beispiel. Da ist man wenig gereist, hat wenige andere Menschen getroffen, ein Tag war wie der andere. Wenn man im Nachhinein das Fotoalbum durchblättert, ist man schnell durch, und auch in der Erinnerung nimmt die Phase wenig Raum ein. Viel weniger als beispielsweise die erste Amerika-Reise, deren dreiwöchige Dauer tausend Fotos und Eindrücke hinterlassen hat.

Das hat nun aber immer noch nichts mit dem Alter tun. Diogenes wird allmählich wütend auf den Freund und sein Gefasel von „Je älter man wird, desto schneller vergeht die Zeit“. Denkt der etwa, wir Alten tun nichts mehr, erleben nichts mehr, lernen nichts mehr, nehmen keine neuen Eindrücke mehr auf? Und lassen die Zeit einfach so vorbeirutschen? Nein, Freundchen, warte mal ab, bis du alt wirst!

Aber der gibt zurück: „Klar, wenn dir etwas Neues passiert, vergisst du es ja gleich wieder, und beim nächsten Mal ist es wieder neu.“ Er fügt schnell entschuldigend hinzu, dass er damit nicht Diogenes persönlich meint – bei dem hält sich die Vergesslichkeit noch in engen Grenzen –, sondern die Tatsache, dass das Altern eben häufig mit nachlassendem Kurzzeitgedächtnis einhergeht. Diogenes erwidert trotzig: „Aber das ist ja dann geradezu ein Segen des Alters. Wenn einem eigentlich Bekanntes immer wieder neu vorkommt, wird es nicht langweilig.“

Aber das ist ein billiges Argument, und Diogenes ist argumentativ in der Defensive. Er muss zugeben, dass er gegen die These „Je älter man wird, desto schneller vergeht die Zeit“ nicht mit sachlichen Gründen argumentiert hat, sondern nur deshalb, weil ihm die Implikationen einfach nicht gefallen. Dass die schrumpfende Lebensspanne, die man noch hat, dann auch noch schneller vergehen sollte, ist kein erbaulicher Gedanke. Dagegen muss man etwas tun.

Jedenfalls hat Diogenes sich vorgenommen, auch dieses Jahr wieder die Prognosen für Konjunktur und Finanzmärkte sorgfältig und kritisch zu lesen. Vielleicht kommt er stellenweise sogar zu abweichenden Einschätzungen. Aber in die Glaskugel möchte er nicht mehr schauen. Wenn er das nämlich zu lange tut, passiert nur eines: Er schläft ein.

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), Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann,
Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth

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: 5. Dezember 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
Sonnenmannstraße 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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

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

„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente 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 Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment 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 Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: 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 Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments 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

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.
Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Dieses Dokument darf im Ausland nur 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.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.
Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder 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.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenendienstleistungen.
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.
6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / 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.