

# FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.



## Deutschlands Wachstumsschwäche überwinden

Bürokratieabbau vorantreiben

Veröffentlicht am:  
15.3.2024 15:49 Uhr

Erstellerin:  
Tanja Pecher, Redaktion



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

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

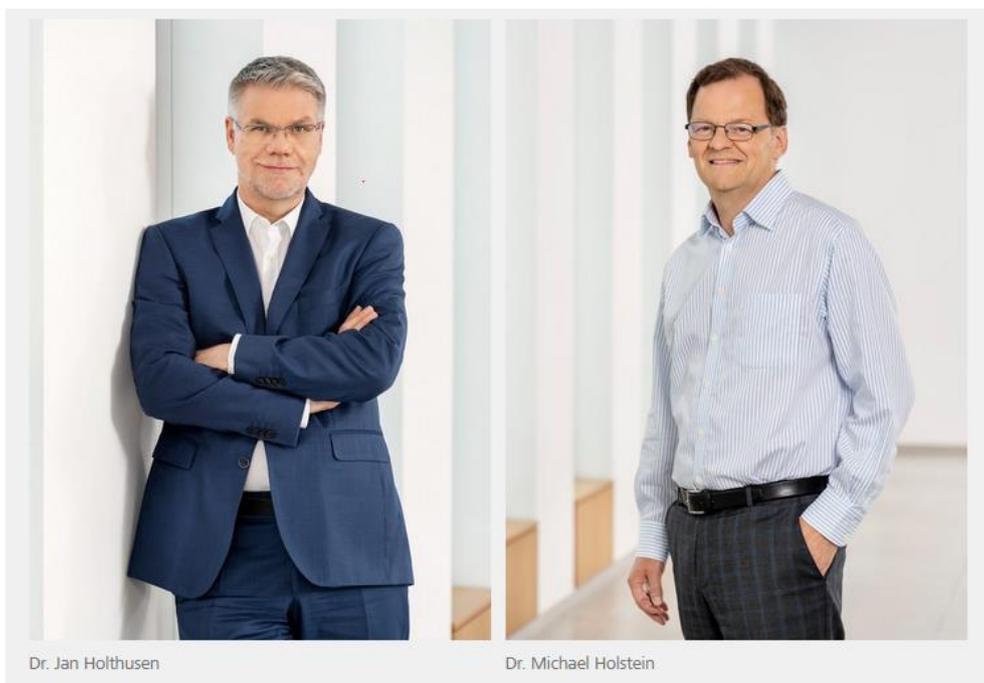
Im DZ Research Blog analysieren sie aktuelle Daten zu den konjunkturellen Trends, bewerten die neuesten Entwicklungen an den Kapitalmärkten und kommentieren die Auswirkungen politischer Ereignisse auf die Wirtschaft.

Profitieren auch Sie von diesem Mehrwert Wissen:

Bleiben Sie mit dem [Newsletter](#) am Puls des Geschehens, oder folgen Sie unseren Expertinnen und Experten über [den DZ Research-LinkedIn Kanal](#) und unseren [Podcast](#) sowie über [#dzbank\\_research](#).

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthausen

Dr. Michael Holstein

# Verändern statt verwalten!

## EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

es lässt sich nicht beschönigen, die Stimmung im Land ist alles andere als gut – die Wirtschaft schwächelt und Deutschland gerät im internationalen Vergleich immer mehr ins Hintertreffen. 2023 ist das Bruttoinlandsprodukt sogar geschrumpft. Damit dürften die Zeiten, als Deutschland als die Wachstumslokomotive Europas galt, zumindest vorerst Geschichte sein.

Die Ursachen dieser Entwicklung, sprich woran der Wirtschaftsstandort Deutschland krankt, sind altbekannt: Fachkräftemangel, Demografie, hohe Steuern, zu viel Bürokratie, zu geringe Investitionen in den Ausbau der Infrastruktur. Darunter leiden die hier ansässigen Unternehmen, die sich zusätzlich noch mit hohen Energiepreisen und den Herausforderungen im Zuge der Klimakrise konfrontiert sehen. Angesichts dieser Nachteile sinken auch die Direktinvestitionen hierzulande. Schlussendlich drückt die gesunkene Attraktivität des Wirtschaftsstandorts auf die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen, die ihrerseits nicht selten mit Abwanderung oder zumindest Produktionsanpassungen reagieren, was auch Stellenstreichungen mit sich bringt.

Um das Blatt zu wenden, ist in erster Linie die Politik am Zug. Es ist an ihr, klare Rahmenbedingungen zu schaffen und für Planungssicherheit zu sorgen. Auf diese Weise kann privaten Investitionen der Weg bereitet werden. Ganz oben auf der Liste steht dabei der Bürokratieabbau. Hier sind zwar schon zahlreiche Maßnahmen auf den Weg gebracht worden, diese reichen aber noch nicht aus, um für eine spürbare Entlastung zu sorgen. Unumgänglich sind zudem (staatliche und private) Investitionen in den technologischen Fortschritt, um den Standort Deutschland wieder auf Kurs zu bringen. In diesem Zusammenhang ist auch in Betracht zu ziehen, die Schuldenbremse zu reformieren, um eine ausreichende Mittelaufnahme zu gewährleisten.

Über all dem steht natürlich der Mut und der Wille für Veränderung oder zumindest etwas mehr Pragmatismus, damit wieder Zuversicht einkehren kann. Dabei dürfte die Bereitschaft, mutig und entschlossen an den bekannten Stellenschrauben zu drehen, mit zunehmendem wirtschaftlichem und öffentlichem Druck steigen.

Ihr DZ BANK Research-Team

# Inhalt

AUSGABE #Nr.1/2024



## KAPITEL 1

### Deutschlands Wachstumsschwäche überwinden

Bürokratieabbau vorantreiben

Seite 6

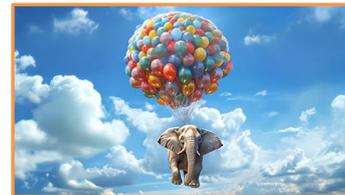


## KAPITEL 2

### Von Rekord zu Rekord

Aktien und Gold verzeichnen Rally

Seite 10



## KAPITEL 3

### Widersprüchlich?

Nur auf den ersten Blick

Seite 13



## KAPITEL 4

### Wegweisend

Auswirkungen des Karlsruher Schuldenurteils

Seite 15



## KAPITEL 5

### Mischpult

Musterportfolio

Seite 18

**Deutschland:  
Wieder der  
„kranke Mann“  
Europas?**

**KAPITEL 6  
Experten-Interview**

Mit Dr. Michael Holstein,  
Chefvolkswirt der DZ BANK

Seite 23



**KAPITEL 7  
Wettbewerbsfähigkeit in Gefahr**

Vorbei die Zeiten der  
deutschen Wachstumslokomotive

Seite 26



**KAPITEL 8  
Droht Deutschland die Deindustrialisierung?**

Eine Bestandsaufnahme

Seite 30



**KAPITEL 9  
Fluch und Segen des sicheren Hafens**  
Deutschlands Staatsverschuldung muss im  
größeren Kontext beurteilt werden

Seite 35



**KAPITEL 10  
Deutschland bald ein „Wohlstandsmuseum“?**

Über die Zukunft des Landes

Seite 39



**KAPITEL 11  
Glosse**

Alles schlecht – mir geht's gut

Seite 42

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

Seite 44

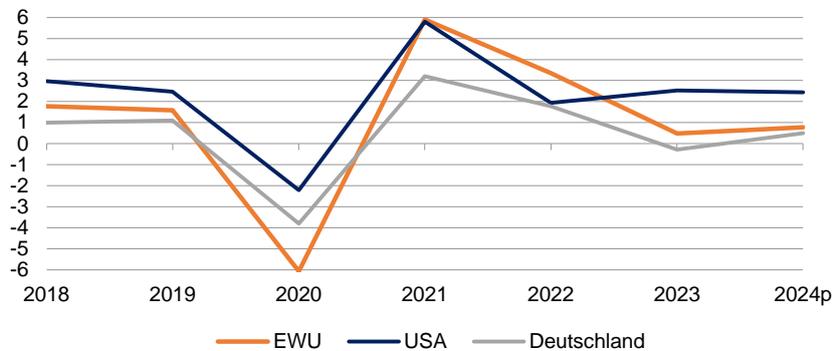


## Deutschlands Wachstumsschwäche überwinden Bürokratieabbau vorantreiben

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt und Michael Stappel, Economist

**Beim Wachstum hinkt Deutschland seit Jahren dem Euroraum und den USA hinterher. 2023 schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt sogar. Dabei handelt es sich nicht nur um eine vorübergehende konjunkturelle Delle. Für die schon fast chronische deutsche Wachstumsschwäche sind strukturelle Defizite mitverantwortlich. Auch wenn die Probleme teils überzeichnet werden, besteht doch dringender Handlungsbedarf.**

**CHRONISCHE WACHSTUMSSCHWÄCHE IN DEUTSCHLAND?**  
WIRTSCHAFTSWACHSTUM IN % GG. VORJAHR



Quellen: Feri, LSEG, DZ BANK

p=Prognose

### Fachkräftemangel und Bürokratie schaden dem Wirtschaftsstandort

Wie aus der jüngsten Mittelstandsumfrage der DZ BANK hervorgeht, zählt aus Unternehmensperspektive der wachsende Fach- und Arbeitskräftemangel zu den zentralen Problemen. Dabei sind viele Betriebe längst über den

Status hinaus, dass Aufträge wegen fehlenden Personals nicht fristgerecht abgearbeitet werden können. Immer häufiger werden Aufträge gar nicht erst angenommen. Noch gravierender ist, dass ein Teil grundsätzlich lohnender Investitionen unterbleibt oder im Ausland getätigt wird, weil die notwendige Manpower fehlt. Zudem führen Nachfolgeprobleme nicht nur im Handwerk zur Schließung von Betrieben, wenn die Inhaber in Ruhestand gehen. Das schwächt heute bereits das Wachstumspotenzial unserer Volkswirtschaft. Dabei startet der Prozess, in dem die geburtenstarken Jahrgänge der 1960er-Jahre in Rente gehen, erst allmählich. Der jetzt schon in vielen Berufsfeldern zu beobachtende Fachkräftemangel dürfte sich daher auf immer mehr Branchen ausdehnen und weiter verschärfen.

**FACHKRÄFTEMANGEL BREMST DAS WIRTSCHAFTSWACHSTUM**  
 ESKALATIONSSTUFEN

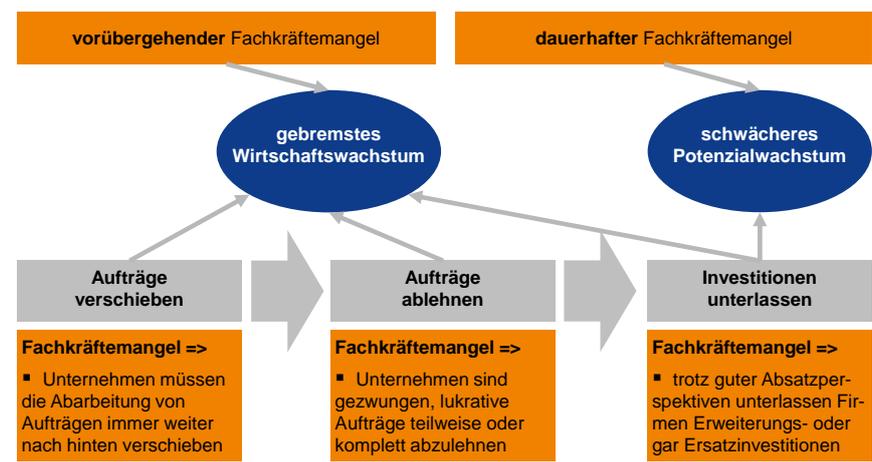
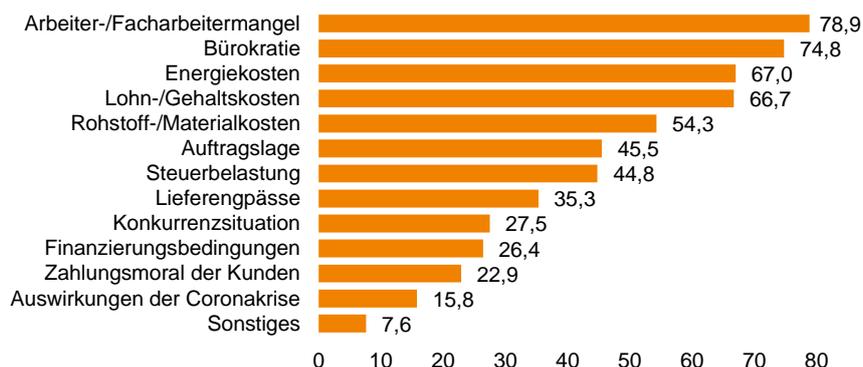


Abbildung: DZ BANK

Neben dem demografisch bedingten Fachkräftemangel drücken auch staatlich verantwortete Rahmenbedingungen auf die Investitionsfreude. In allererster Linie ist das die ausufernde Bürokratie, die drei Viertel aller Mittelständler beklagen. Dabei geht es nicht nur um die zahlreichen Melde- und Dokumentationspflichten sowie ein Dickicht an teils noch papierhaften Anträgen. Tatsächlich haben einige Maßnahmen sogar für etwas Entlastung gesorgt – wie eine Anhebung von Schwellenwerten in der Buchführung, die elektronische Arbeitsunfähigkeits-Bescheinigung, eine Fallzahlreduzierung der Konjunkturstatistik oder höhere Meldeschwellen für die Intrahandelsstatistik. Darüber hinaus hat die Regierung am 13. März 2024 mit dem Bürokratienteilungsgesetz IV einen weiteren Gesetzentwurf zum Bürokratieabbau auf den Weg gebracht, das mehr als einhundert Maßnahmen beinhaltet und die Wirtschaft jährlich um mehr als 900 Mio. Euro entlasten soll. Trotzdem bleibt die bürokratische Last insgesamt sehr hoch. Und vor allem der Erfüllungsaufwand, also die Kosten, die entstehen, um Vorschriften gerecht zu werden, sind laut Normenkontrollrat zuletzt weiter kräftig gestiegen. Dabei spielte 2023 das Gebäudeenergiegesetz (GEG) eine zentrale Rolle durch den hiervon ausgelösten Anstieg der Baukosten, der zur ohnehin starken Verteuerung von Baumaterialien hinzukommt.

**GRAVIERENDE PROBLEME AUS SICHT DES DEUTSCHEN MITTELSTANDES**  
 ANTEIL DER NENNUNGEN IN % DER BEFRAGTEN

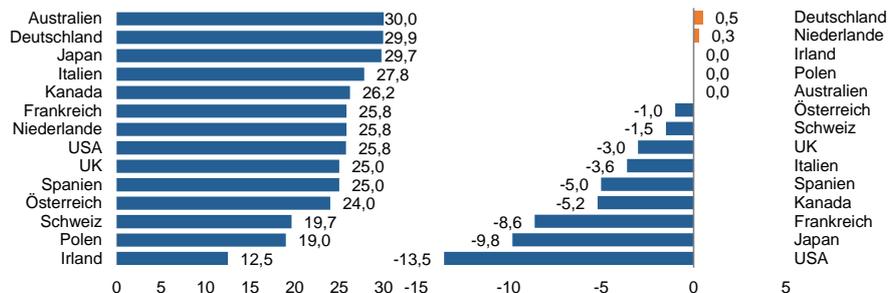


Quelle: DZ BANK Mittelstandsumfrage Herbst 2023

## Hohe Steuern und zu wenig öffentliche Investitionen

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

**NOMINALE STEUERSÄTZE FÜR KAPITALGESELLSCHAFTEN 2023 UND VERÄNDERUNG SEIT 2008**  
IN % (LINKE GRAFIK) BZW. IN %-PUNKTEN (RECHTE GRAFIK)



Steuersätze einschließlich regionale Ebene (combined statutory corporate income tax rate)

Quellen: OECD, DZ BANK

Bisher wurden solche Standortnachteile beispielsweise durch eine leistungsfähige öffentliche Infrastruktur ausgeglichen – mit gut ausgebauten Verkehrswegen in Form eines der weltweit dichtesten Autobahnnetze, leistungsstarken Ausbildungssystemen im Hochschulbereich und in den Betrieben zusammen mit den Berufsschulen, einer guten öffentlichen Verwaltung sowie einem sicheren Rechtssystem und nicht zuletzt einer äußerst zuverlässigen Energieversorgung.

Allerdings erfordert eine leistungsfähige Infrastruktur permanent Investitionen. Dabei geht es nicht nur um Ersatzinvestitionen für in die Jahre gekommene Brücken, Straßen und Schienen oder in Schulen und bei der Bundeswehr, sondern vor allem auch um Erneuerungsinvestitionen im Rahmen des technischen Fortschritts. Zu nennen ist dabei etwa der Ausbau des Glasfasernetzes oder die Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung. Hinzu kommt die nachhaltige Transformation unserer Wirtschaft, die nicht nur eine ausreichende Produktion erneuerbarer Energien erfordert, sondern unter anderem auch Hochleistungs-Stromtrassen oder ein dichtes E-Ladesäulen-Netz. Hier wurde in den letzten Jahren trotz sprudelnder Steuereinnahmen des Staates deutlich zu wenig investiert. Der enorme Nachholbedarf in Sachen Infrastruktur rührt zum Teil daher, dass öffentliche Mittel zu sehr in konsumtive Ausgaben flossen und zu wenig in Investitionen. Mitverantwortlich für den Investitionsstau sind aber auch die bereits angesprochene überbordende Bürokratie und teils sehr lange Genehmigungsverfahren.

## Schuldenbremse als Investitionshemmnis

Als weiteres Investitionshemmnis hat sich die aktuelle Schuldenbremse herauskristallisiert, nachdem das Bundesverfassungsgericht die Notwendigkeit einer strikten Einhaltung klargestellt hat. Tatsächlich besitzt die Schuldenbremse eine disziplinierende Wirkung auf die Finanzpolitik. Sie schützt vor einer Überforderung zukünftiger Generationen durch eine übermäßige Staatsverschuldung. Gerade in einer alternden und schrumpfenden Gesellschaft ist das wichtig. Allerdings ist die Schuldenbremse, wie sie derzeit im Grundgesetz verankert ist, strikter als sie sein müsste, um ihren Auftrag zu erfüllen. Und das macht sie angesichts der skizzierten Probleme reformbedürftig. Dabei besteht die Herausforderung der Reform in einer wirksamen Begrenzung der Staatsschulden, die jedoch eine auskömmliche Mittelaufnahme für wichtige Infrastrukturinvestitionen ermöglicht.

## Maßnahmenpaket zur Überwindung der Wachstumsschwäche

Auch wenn die eingangs geschilderten Probleme in der öffentlichen Diskussion teils überzeichnet werden, besteht doch dringender Handlungsbedarf. Allerdings sind höhere Schulden nicht das Allheilmittel – vor allem weil die Zinsen kräftig gestiegen sind und neue Emissionen von Staatsanleihen zu viel höheren Zinsbelastungen führen als während der Niedrigzinsphase. Neben einer investitionsfreundlichen Reform der Schuldenbremse bedarf es daher einer stärkeren Priorisierung investiver, also zukunftsgerichteter Ausgaben im Staatshaushalt, selbst wenn das gerade in einer alternden

---

Gesellschaft doppelt schwerfällt und gerade auch weil im Hinblick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit die Unternehmenssteuern gesenkt werden müssen.

Erste Fortschritte gibt es bereits bei der Bekämpfung des Fachkräftemangels. Durch das neue Fachkräfteeinwanderungsgesetz können Personen mit Berufsausbildung oder berufspraktischen Kenntnissen leichter nach Deutschland einwandern. Entsprechende Maßnahmen treten seit November 2023 sukzessive in Kraft. Das gibt Arbeitgebern mehr Spielraum für aktive Anwerbeprogramme oder auch innovative Ausbildungskonzepte in Kooperation mit dem Ausland. Chancen eröffnet dies wiederum vor allem großen, international agierenden Unternehmen mit Produktionsstandorten im Ausland. Wenn erste Erfahrungen vorliegen, kann das Fachkräfteeinwanderungsgesetz bei Bedarf nachgeschärft werden.

Eine entscheidende Rolle bei der Lockerung von Wachstumsbremsen dürften jedoch einem substanziellen Bürokratieabbau und beschleunigten Genehmigungsverfahren zukommen. Nur dann kann das skizzierte Maßnahmenpaket aus einer Reform der Schuldenbremse, Infrastrukturinvestitionen, aktiven Fachkräfteanwerbeprogrammen und einer Absenkung der Unternehmenssteuern seine volle Wirkung entfalten und spürbar mehr Wachstumspotenzial in Deutschland entfachen.



## **Von Rekord zu Rekord Aktien und Gold verzeichnen Rally**

Christoph Müller, Analyst

**Die Aussicht auf mittelfristige Zinssenkungen sowie herausragende Quartalszahlen der großen Technologieunternehmen und eine insgesamt gut verlaufene Berichtssaison haben die Aktienkurse beflügelt. Neue Rekordstände erreichte auch der Goldpreis – hierbei spielte die Erwartung niedrigerer (Leit-) Zinsen ebenfalls eine bedeutende Rolle.**

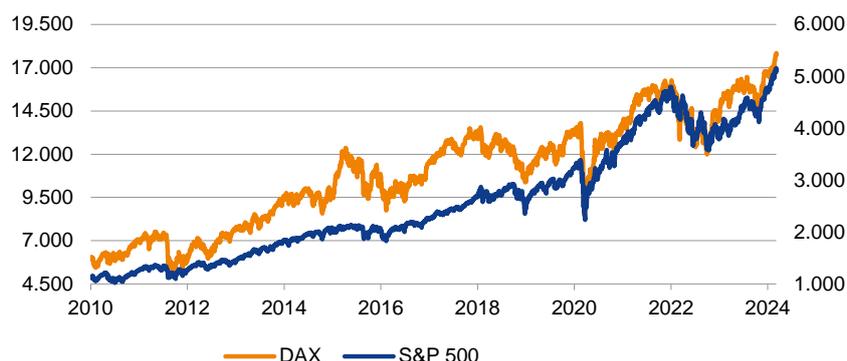
Auch die Berichtssaison zum Schlussquartal 2023 hat gezeigt, dass die international agierenden Großkonzerne, relativ gut in einem von Widrigkeiten geprägten Konjunkturumfeld zurechtkommen. Seit dem ersten Krisenjahr 2022 sind die DAX-Gewinne im Mittel um rund 25% gestiegen und sollten unseres Erachtens bis einschließlich 2026 nochmals in dieser Größenordnung zunehmen. Im selben Zeitraum sollten auch die im S&P 500 gelisteten Großunternehmen ihre Gewinne deutlich steigern.

### **Künstliche Intelligenz schiebt die Aktienindizes an**

Neben dieser allgemeinen Entwicklung in der Unternehmenslandschaft der Blue-Chip-Indizes hat jüngst das Thema Künstliche Intelligenz (KI) einmal mehr für Aufsehen gesorgt und die Aktienrally wesentlich geprägt. So wurden die ohnehin recht hochgesteckten Analystenerwartungen an die Chipbranche teils deutlich übertroffen. Damit ist KI bereits heute ein wichtiger Baustein für Wachstum und Gewinn der Halbleiterindustrie.

Dabei steht die KI unserer Meinung nach erst am Anfang ihrer Entwicklung. Mit der Zeit dürften immer mehr Endgeräte wie Computer, Smartphones oder VR-Headsets mit leistungsstarken KI-Funktionalitäten ausgestattet werden und die Verbraucher auf diese Weise beim Konsum von Informationen oder dem Erstellen von Inhalten unterstützen. Auch auf Unternehmensebene, vor allem im Automobil-, Finanz- und Gesundheitssektor, aber auch im Bildungswesen sowie auf dem Gebiet der Cybersicherheit wird KI künftig eine noch größere Bedeutung zukommen. Diese Aussichten sollten nicht nur den Aktien der Tech-Giganten weiteren Auftrieb geben, sondern auf den gesamten (globalen) Aktienmarkt ausstrahlen.

**AKTIENMÄRKTE MIT NEUEN REKORDEN**  
 LS: DAX; RS: S&P 500; JEWEILS IN PUNKTEN



Quellen: LSEG, DZ BANK

### Gute Stimmung – aber keine Euphorie

Die Stimmung an den Aktienmärkten ist gut – eine Übertreibung ist derzeit anhand der Bewertungskennziffern wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nicht auszumachen. So ist der Kursanstieg der Aktien von Gewinnzuwächsen begleitet worden. Das DAX-KGV auf Basis der für die nächsten zwölf Monate erwarteten Unternehmensgewinne liegt bei 13,3x und entspricht somit seinem 15-Jahres-Mittelwert. Auch für den Euro Stoxx 50 liegt das KGV mit 13,8x auf dem langfristigen Durchschnittsniveau.

Angesichts der seit November 2023 beeindruckenden Aufwärtssally (DAX: plus 20,5%) nimmt nun die Wahrscheinlichkeit einer Konsolidierung zu. Die mittelfristigen Aussichten für die Aktienmärkte bleiben aber gut: So unterstützen niedrigere Zinsen das Gewinnwachstum und die Erholung der globalen Wirtschaft. Diese ist gerade für den exportlastigen DAX von großer Bedeutung. Doch es gibt auch Risiken, die für kurzfristige moderate Rücksetzer sorgen könnten. Mit dem Ende der Berichtssaison zum vierten Quartal 2023 richtet sich der Blick wieder verstärkt auf die Inflations- und Wirtschaftsdaten. Angesichts der bestehenden Aufwärtsrisiken für die Inflation in Form höherer Lohnabschlüsse ist die ein oder andere Enttäuschung an der Inflationsfront nicht auszuschließen; der Beginn einer EZB-Leitzinswende im Sommer sollte dadurch per se nicht angezweifelt werden.

#### DZ BANK Index-Prognosen

	Index	30.06.2024	31.12.2024
Europa	Euro Stoxx 50	4.800	4.900
Deutschland	DAX	17.500	18.200
USA	S&P 500	5.000	5.200

Quelle: DZ BANK

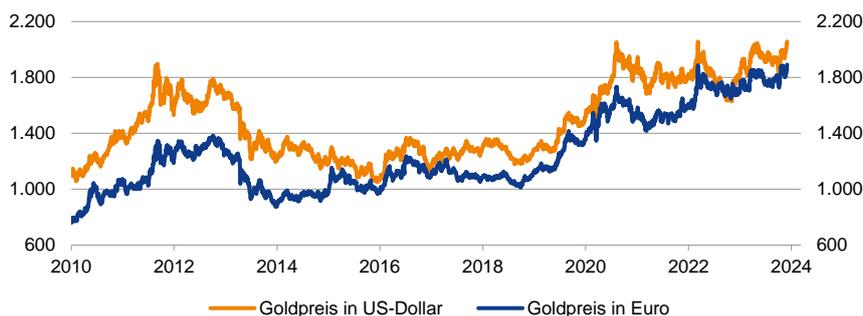
### Gold mit neuem Allzeithoch

In der ersten März-Woche markierte der Goldpreis mit Kursen von rund 2.190 US-Dollar je Feinunze ein neues Rekordhoch und legte im Jahresvergleich um mehr als 18% zu. Rückenwind kommt sowohl von den weltweiten wirtschaftlichen und (geo-) politischen Unsicherheiten als auch von der Aussicht auf Leitzinssenkungen durch die US-Notenbank.

Die Entwicklungen der US-Renditen und der geopolitischen Gemengelage dürften den Goldmarkt in den nächsten Wochen weiterhin dominieren. Bei erfolgter Leitzinswende seitens der Fed und EZB ab dem Sommer 2024 sehen wir für das gelbe Edelmetall weiteres Potenzial nach oben.

**GOLD GLÄNZT SO HELL WIE NIE**

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



Quellen: LSEG, DZ BANK

**Zentralbankkäufe und privates Investoreninteresse sollten zunehmen**

Für mittelfristig steigende Goldnotierungen sprechen auch die vermutlich weiter steigenden Goldkäufe der Zentralbanken. Allen voran China erweiterte seine Goldreserven laut World Gold Council allein in den ersten drei Quartalen 2023 um 155 Tonnen. Im Gegensatz zu Industrienationen wie den USA oder Deutschland, wo Gold fast 70% der gesamten Fremdwährungsreserven ausmacht, liegt der Anteil der Goldreserven in Schwellenländern durchschnittlich nur bei rund 5%. Dies könnte sich bald ändern, denn laut der „2023 Central Bank Gold Reserves Survey“ des World Gold Council erwarten 62% der befragten Notenbanken eine Verschiebung der Gewichtung ihrer Fremdwährungsreserven zugunsten des Edelmetalls in den nächsten fünf Jahren.

Neben der strukturellen Unterstützung vonseiten der Zentralbanken könnte im Zuge von Zinssenkungen Mitte des Jahres und anhaltenden geopolitischen Risiken ein steigendes Interesse seitens der Privatanleger zu beobachten sein. Auch regionale politische Entwicklungen könnten zu einem Wachrütteln der Investoren führen, schließlich stehen in diesem Jahr sowohl in Europa als auch in den USA wichtige Wahlen an. Diesseits wie jenseits des Atlantiks könnten autokratische Kräfte an Bedeutung gewinnen und dadurch für Verunsicherung an den Finanzmärkten sorgen. Diese Tendenzen dürften dem Goldpreis Unterstützung bieten.

**DZ BANK Goldpreis-Prognosen**

	30.06.2024	31.12.2024
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	2.200	2.250
Goldpreis in Euro je Feinunze	2.035	2.085

Quelle: DZ BANK

**Kurzfristige Verschnaufpause**

Nach den jüngsten Aufwärtsrallys bei Aktien und Gold dürfte zunächst eine Konsolidierung einsetzen, die mittelfristigen Aussichten für beide Assetklassen sind aber weiterhin gut. Steigende Gewinne und niedrigere Zinsen unterstützen die Aktienkurse, rückläufige Renditen und ein voraussichtlich wachsendes Investoreninteresse sollten dem Goldpreis weiteren Auftrieb geben.



### **Widersprüchlich? Nur auf den ersten Blick**

Sven Streibel, Analyst

**Kursrekorde des DAX und eine Rezession in Deutschland passen auf den ersten Blick nicht zusammen, auf den zweiten Blick sehr wohl. Um beim Blue-Chip-Index DAX die Divergenz zwischen Kursentwicklung und dem deutschen Wirtschaftsumfeld zu verstehen, muss man die wahren Einnahmequellen der enthaltenen Mitgliedsunternehmen kennen. Diese liegen hauptsächlich im Ausland.**

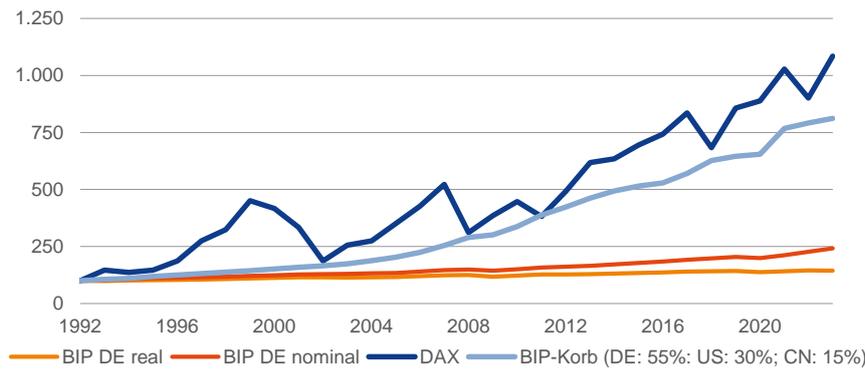
Der DAX ist seit dem Tief im Oktober 2023 um über 20% gestiegen, und das aus gutem Grund. Denn obwohl das deutsche Konjunkturmilieu weiterhin angespannt ist, hat der deutsche Leitindex vor allem von einer positiven Entwicklung in den Hauptabsatzregionen im Ausland und der kaufreudigen Kundschaft profitiert.

#### **DAX-Umsätze finden im Ausland statt**

In den vergangenen Wochen sprang der DAX immer wieder auf neue Allzeithochs, und wir sind nach wie vor der Ansicht, dass er weiter ansteigen kann – bis zum Jahresende 2024 auf 18.200 Punkte. Und dies trotz der konjunkturellen Schwierigkeiten in Deutschland. Denn der DAX setzt sich aus großen, global agierenden Unternehmen zusammen, bei denen eine strikte Unterscheidung zwischen dem Heimatmarkt und dem Endkundenmarkt erforderlich ist. Etwa 30% der Umsätze der DAX-Mitgliedsunternehmen stammen aus den USA, wo sich die Wirtschaft mit einem erwarteten Wachstum von 2,4% (J/J) in diesem Jahr sehr robust entwickeln dürfte. Etwa 15% der Umsätze kommen aus China, wo die Wirtschaft derzeit zwar nicht so gut läuft wie erwartet. Dennoch bleibt die Nachfrage nach hochpreisigen Produkten durch die kaufkräftige Mittel- und Oberschicht stabil. Dies unterstützt auch die deutschen Premium-Automobilhersteller. Bereits im Jahr 2021 gingen über 8% aller deutschen Exporte nach China, während sogar 10% der gesamten deutschen Importe, zum Beispiel industrielle Vorprodukte, aus China kamen. Die ökonomische Abhängigkeit der deutschen Großunternehmen im DAX von China ist daher enorm. So werden mehr als ein Drittel aller deutschen Autos in China verkauft. Auch der im DAX hochgewichtete Industriesektor verbucht in China einen Umsatzanteil im unteren zweistelligen Prozentbereich, die großen Chemieunternehmen sogar im mittleren zweistelligen Prozentbereich. Knapp 50% des Vorzeigindex entfallen auf die Branchen Industrie, Chemie und Automobile, sodass allein deren China-Geschäft schon 10% zu den Gesamtumsätzen aller DAX-Unternehmen beiträgt. Hierbei wird vor allem eines deutlich:

Wenn die chinesische Nachfrage atmet, wirkt sich dies umgehend und spürbar auf die Umsätze und Erträge der DAX-Unternehmen aus. Aufgrund ihrer Größe und Marktanteile haben diese Unternehmen eine echte Preissetzungsmacht und sind in der Lage, trotz rückläufiger Absatzmengen Rekordgewinne zu erzielen, indem sie Preise erhöhen. Genau das ist in den letzten drei Jahren geschehen. Das Gewinnwachstum je Aktie der DAX-Unternehmen lag in den beiden vergangenen Krisenjahren 2022 und 2023 bei durchschnittlich 25%, im Zeitraum 2022 bis 2026 dürften es voraussichtlich insgesamt 53% sein. Kurz gesagt, diese Unternehmen sind die Gewinner in Zeiten der deutschen Inflation.

#### DER DAX IST NICHT DEUTSCHLAND, ABER EIN INFLATIONSGEWINNER ALLE WERTE INDIZIERT (ENDE 1992 = 100)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

#### Das Investorenvertrauen in den DAX und die Bewertung des Index

Trotz der Jahresendrally hat das Vertrauen der Investoren in den DAX noch nicht wieder das gewünschte Niveau erreicht. Dies zeigt sich an der Bewertung des DAX, wie beispielsweise dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das lediglich auf dem historischen Durchschnitt angekommen ist. Die Bedenken über das divergierende Bild zwischen dem DAX-Stand und der deutschen Wirtschaftslage sind verständlich. Die zuletzt zu beobachtende Kurssteigerung des DAX wurde somit durch einen Nachholbedarf ausgelöst. Dies sollte weitergehen, sobald sich die weiterhin pessimistische Nachrichtenlage bessert. Im Jahr 2024 erwarten wir in Deutschland bereits wieder ein leichtes Wirtschaftswachstum von 0,5% (J/J). Dies könnte das Vertrauen der Investoren stärken und zu einer weiteren Aufwärtsbewegung des DAX führen.

#### Ausblick auf die Zukunft und Potenzial für den DAX

Trotz der aktuell widersprüchlichen Situation zwischen der deutschen Wirtschaft und der Performance des DAX sehen wir Potenzial für eine weitere positive Entwicklung. Dennoch ist die hohe wirtschaftliche Abhängigkeit des DAX von den USA und China nicht nur als Vorteil anzusehen, gemäß der ökonomischen und politischen Herausforderungen in den jeweiligen Ländern. Es gilt zu beobachten, inwiefern dies die zukünftige Konsumentensituation und Ertragsfähigkeit der Unternehmen beeinflusst. Eine expansive US-Wirtschaftspolitik, ungeachtet des möglichen US-Wahlausgangs, sowie die ungebrochene Kauffreudigkeit der chinesischen Konsumenten ergeben zwar positive Vorzeichen für den DAX. Es ist jedoch zu befürchten, dass negative Konjunkturreffekte aus Deutschland und Europa mehr auf die Index-Mitglieder drücken. Die chinesische Regierung hat das Wachstumsziel für dieses Jahr unverändert bei „rund 5%“ belassen. Ohne staatliche Konjunkturhilfen wird dies kaum zu erreichen sein. Wir halten an unserer vorsichtigen Wachstumsprognose fest. Dennoch kommt es bei dem Absatz der DAX-Produkte und Services eher auf die Mittel- und Oberschicht an, weniger auf die breite Bevölkerung. Bei einer anstehenden allmählichen Belebung der Weltwirtschaft sind wir guter Dinge, dass sich der DAX weiterhin gut entwickelt.



### **Wegweisend Auswirkungen des Karlsruher Schuldenurteils**

René Albrecht, Analyst

**Ein Termin Mitte November, für den sich vorab nur Spezialisten interessierten, wurde zum nationalen Ereignis: Das Bundesverfassungsgericht hat gegen die Praxis vieler und großer Sondervermögen der Bundesregierung geurteilt. Da Versäumnisse bei wichtigen Zukunftsinvestitionen befürchtet werden, dreht sich seither die öffentliche Debatte um die Schuldenbremse.**

Die fetten Jahre sind vorbei – das ist die Nachricht, die in den zurückliegenden Verhandlungen um den Bundeshaushalt den Ton angaben. Wenn aber der fiskalische Spielraum begrenzt ist, so lagen in der Vergangenheit die Hoffnungen auf Sondervermögen als Allheilmittel, um die Ausgabenwünsche der Regierung dennoch erfüllen zu können. Doch diesem Ruf können sie nicht mehr gerecht werden.

#### **Sondervermögen sind in jedem Fall zweckgebunden**

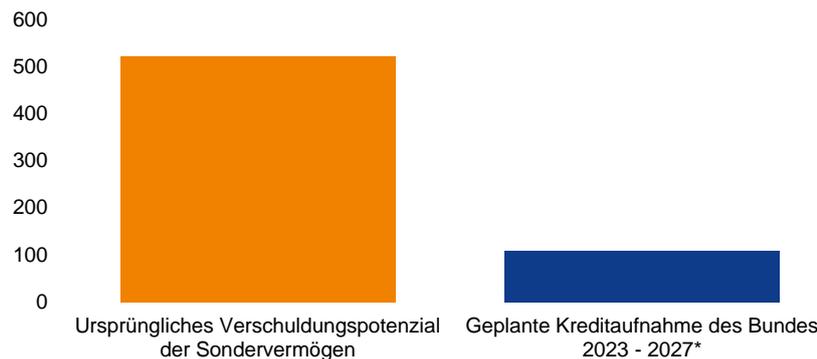
In der aktuellen öffentlichen Diskussion um Sondervermögen des Bundes geht es um finanzielle Mittel des Staates, die für die Erfüllung bestimmter Aufgaben vorbehalten und somit zweckgebunden sind. Darin unterscheiden sie sich grundlegend vom Bundeshaushalt, der dem Nonaffektationsprinzip (auch Gesamtdeckungsprinzip genannt) folgt und besagt: Alle Einnahmen dienen zur Finanzierung aller Ausgaben.

Den rechtlichen Rahmen für die Errichtung von Sondervermögen liefert das Grundgesetz (Artikel 110). Seit Gründung der Bundesrepublik wurde dies bereits 29-mal in die Tat umgesetzt – das älteste Sondervermögen stammt aus den 1950er-Jahren, die jüngsten sind keine zwei Jahre alt. Wenn eine Regierung ein neues Sondervermögen schafft, muss der Bundestag hierfür ein Gesetz beschließen und begründen, warum bestimmte Aufgaben des Bundes besser mit einem Sondervermögen zu finanzieren sind. Zuletzt bezog sich die Bundesregierung auf akute Krisen (Flutkatastrophe Ahrtal, Wirtschaftsstabilisierungsfonds – WSF, Bundeswehr) und langfristige, existenzielle Zukunftsaufgaben (Klima- und Transformationsfonds – KTF).

## Nicht unumstritten

Die Befürworter von Sondervermögen preisen mögliche Vorzüge der Transparenz und Klarheit, vor allem aber der Planungssicherheit. Doch es gibt auch Kritik: Da die Mittel von Sondervermögen zweckgebunden sind, stehen sie im Verdacht, das Budgetrecht des Parlaments auszuhöhlen, was ihnen den Beinamen „Schattenhaushalte“ einbrachte. Und insbesondere vor dem Hintergrund des Scholz'schen „Doppel-Wumms“ (für bezahlbare Energie) wurde beklagt, dass wesentliche Ausgaben des Bundes nicht im regulären Haushalt auftauchen. Daher wurde im vergangenen Jahr vor dem Bundesverfassungsgericht (BVerfG) in Karlsruhe verhandelt, ob es Sondervermögen der Regierung nicht auch ermöglichen, die Schuldenbremse zu umgehen.

### VERSCHULDUNGSPOTENZIAL VON SONDERVERMÖGEN ÜBERSTIEG DAS FÜNFACHE DER GEPLANTEN KREDITAUFNAHME DES BUNDESHAUSHALTES IN DEN NÄCHSTEN JAHREN IN MRD. EURO



Quellen: BMF, Bundesrechnungshof (Stand: Ende 2022, \*ursprüngliche Planung), DZ BANK

## Schuldenbremse darf nicht umgangen werden

Die Schuldenbremse ist im deutschen Grundgesetz (Artikel 109 und 115) verankert und soll sicherstellen, dass der Staat nicht zu viele Schulden macht. Ziel ist, die finanzielle Stabilität des Bundes zu sichern, um dessen Handlungsfähigkeit vor allem auch in Krisenzeiten zu gewährleisten. Auf Bundesebene gilt diese Anforderung als erfüllt, wenn die Neuverschuldung im Normalfall die Höhe von 0,35% des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreitet. Dies schließt auch die Sondervermögen mit ein, es sei denn, diese sind explizit von der Schuldenbremse ausgenommen. Demnach ist die deutsche Schuldenbremse deutlich strenger als die Fiskalregeln der EU, die eine jährliche Neuverschuldung von 3% erlauben, bald auch mit großzügigeren Übergangsregeln.

Da aber nicht immer alles glatt läuft, bestehen Ausnahmeregelungen. So erlaubt die Schuldenbremse in einer Rezession ein höheres Defizit, in einer Boomphase sollen dafür Haushaltsüberschüsse erzielt werden. In Fällen von Naturkatastrophen oder Notsituationen, die sich wie die Corona-Pandemie der Kontrolle des Staates entziehen und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigen, besteht auch die Möglichkeit, die Schuldenbremse auszusetzen. Hierfür ist ein Votum der absoluten Mehrheit des Bundestags sowie eine Begründung erforderlich, die den Anforderungen des Grundgesetzes standhält.

Im November des vergangenen Jahres fällte schließlich das BVerfG ein wegweisendes Urteil. Dabei setzte es einerseits die Maßstäbe für Sondervermögen sehr hoch an. Gemäß dem Richterspruch ist der Kern der Zweckgebundenheit eines Sondervermögens, dass die Mittel nicht auf andere Vorhaben übertragbar sind. Nichtig damit die Absicht der Bundesregierung, ungenutzte Mittel des alten Corona-Sondervermögens auf das KTF-Sondervermögen umzuwidmen und so die Erlaubnis zur Kreditaufnahme in Höhe von 60 Mrd. Euro für Zukunftsinvestitionen zu „retten“. Andererseits betraf das Urteil auch eine Änderung der Buchungspraxis für Sondervermögen und somit das Sondervermögen WSF-Energie. In der Folge mussten die Ausgaben des Sondervermögens WSF-Energie in Höhe von mehr als 40 Mrd. Euro im Jahr 2023 im Bundeshaushalt verbucht werden. Deshalb wurde im Dezember 2023 die Schuldenbremse rückwirkend für das gesamte Jahr ausgesetzt.

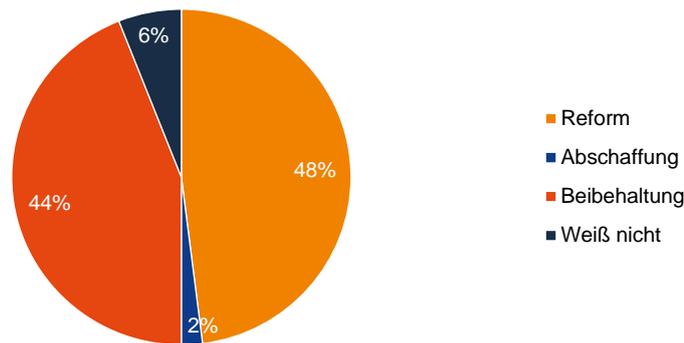
## Reform der Schuldenbremse – Pro und Contra

Die öffentliche Diskussion um die Schuldenbremse hat damit eine neue Dimension erreicht. So wird die Frage aufgeworfen, ob die Schuldenbremse eine hinreichende Flexibilität für die Schuldenaufnahme ermöglicht, wenn die langfristige Schuldenstandsquote gegen 30% tendiert? Weniger im Mittelpunkt steht dabei, die Regel abzuschaffen – das fordern die

Allerwenigsten, nämlich nur 2% (siehe Grafik unten). Vielmehr lautet der Vorwurf, dass die Schuldenbremse in ihrer jetzigen Form unverzichtbare Zukunftsinvestitionen unnötig bremst. Die Kritiker fordern daher mehr Flexibilität bei der Schuldenaufnahme, da gewaltige Investitionen nötig sind – in die grüne Transformation der deutschen Wirtschaft, eine sichere Energieversorgung sowie die äußere Sicherheit, um nur die drängendsten Themen zu nennen. Vor diesem Hintergrund wird gefordert, die „Goldene Investitionsregel“ anzuwenden: Es wird nach der Art der Bundesausgaben unterschieden, was kreditfinanziert werden darf und welche Vorhaben aus den Einnahmen des Haushaltes zu finanzieren sind. Zukunftsausgaben, also Nettoinvestitionen, in die Standortsicherheit Deutschlands dürfen dann kreditfinanziert werden, während staatlicher Konsum auf Pump untersagt wäre. Flankierende Vorschläge gehen darauf ein, im Falle von Notlagen Übergangsregeln für die nachfolgenden Jahre einzuführen oder die Grenze der erlaubten Neuverschuldung anzuheben, insbesondere angesichts der im internationalen Vergleich insgesamt geringen Schuldenstandsquote Deutschlands.

Dem entgegen die Verteidiger der Schuldenbremse, dass Regierungen mit Blick auf die eigene Wählerschaft generell eine Finanzpolitik favorisieren, die eine zu hohe Präferenz auf den Gegenwartskonsum statt Zukunftsvorsorge legt. Was in Krisenzeiten sinnvoll ist und die Wähler bei Laune hält, führt in Boomzeiten zu einer zu geringen Bereitschaft zum Sparen. Daraus resultiert eine übermäßige Verschuldungsneigung, insbesondere im Verhältnis zu den Investitionen. Dem könne die Schuldenbremse effektiv entgegenwirken. Der Staat müsse mit dem auskommen, was eingenommen wird: Würden die Einnahmen nicht durch Drehungen an der Steuerschraube erhöht, müsse die Ausgabe Seite sinken, um Gestaltungsspielraum zu schaffen.

IFO-ÖKONOMENPANELVOM DEZEMBER 2023: VOLKSWIRTE UNEINS BEI DER SCHULDENBREMSE



Quellen: ifo Institut, DZ BANK

### Ein Vorschlag zur Güte

In der Praxis würde die „Goldene Investitionsregel“ auf viele Abgrenzungsprobleme stoßen. Und Reformen, die den Kern der Schuldenbremse betreffen, bedürfen der Zweidrittelmehrheit im Bundestag, die für Änderungen am Grundgesetz nötig ist. Die aktuelle Regierungskoalition bringt diese Stimmen nicht zusammen und wäre somit auf die Unterstützung der Opposition angewiesen. Ein alternativer Vorschlag zur Finanzierbarkeit der Zukunftsinvestitionen lautet daher, ein kreditfinanziertes Klima- und Transformations-Sondervermögen einzurichten und nach dem Vorbild des Sondervermögens Bundeswehr von der Schuldenbremse auszunehmen. Aber auch hierfür benötigt die Regierung eine Zweidrittelmehrheit.

Insgesamt betrachtet ist die Schuldenbremse in Deutschland, insbesondere nach dem BVerfG-Urteil, eine der strengsten in Europa – vielleicht zu streng. Deutschland befindet sich mitten in einem tiefgreifenden Strukturwandel von der industriellen zur digitalen Gesellschaft und Investitionen sind notwendig, um Klimapolitik zu betreiben. Ganz pragmatisch zeigt sich das im Inflation Reduction Act des US-Präsidenten Biden. Deutschland wäre gut beraten, nicht prozyklisch zu handeln und in einer Rezession zu sparen.



## Mischpult Musterportfolio

Christoph Müller und 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, 12. März 2024**

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

In den ersten Monaten des Jahres 2024 knüpft das assetklassenübergreifende DZ BANK Research Musterportfolio an die überdurchschnittliche Performance aus 2023 an. Das Portfolio verzeichnet seit Jahresbeginn ein Plus von 2,7% – getrieben von der sehr erfreulichen Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte – allen voran der Technologiebörse Nasdaq und des DAX. Die (internationalen) Aktienindizes erreichten teilweise neue Allzeithochs und profitierten von den zumeist herausragenden Quartalsberichten der Unternehmen, insbesondere aus der Tech-Branche (Stichwort: Künstliche Intelligenz), sowie der Aussicht auf vermutlich im Sommer beginnende Zinssenkungen der Fed und EZB. Doch das insbesondere seit 2022 kräftige Gewinnwachstum hat sich bisher noch nicht eins zu eins in den Kursen der Aktienindizes niedergeschlagen, sodass wir weiterhin – insbesondere für den zyklischen und angemessen bewerteten DAX – positiv gestimmt sind und noch gewissen Nachholbedarf sehen.

Die US-Aktien sind mehr als nur „Big Tech“. Ohne Zweifel dürfte die Zukunftstechnologie Künstliche Intelligenz auch in den nächsten Jahren die Aktienmärkte prägen. Aktuell rückt der „Trump-Trade“ zunehmend in den Fokus. Die bisherigen Ergebnisse der US-Vorwahlen erhöhen die Wahrscheinlichkeit für Trumps Kandidatur und damit für seinen zukünftigen Einfluss auf die (Wirtschafts-) Politik der USA. Ganz gleich ob er am Ende tatsächlich zum Präsidenten gewählt wird, so dürften diese Entwicklung und die möglichen Konsequenzen daraus längst bei unternehmerischen Entscheidungen im In- und Ausland miteinbezogen und daher auch von den Börsen widergespiegelt werden. Trump steht noch mehr als Biden für eine expansive US-Wirtschaftspolitik. Zyklische Sektoren, sprich die „Old Economy“ außerhalb von Tech, dürften genau davon profitieren, darunter auch diejenigen im Russel 2.000, einem Nebenwerte-Index, der ebenfalls in unserem Musterportfolio enthalten ist.

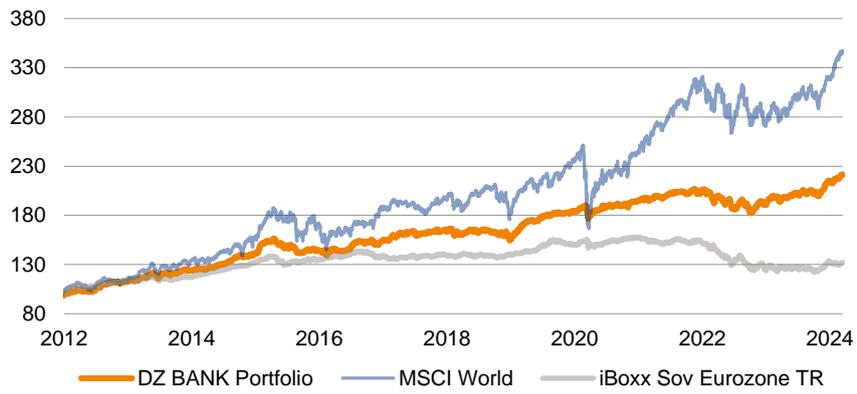
Mit Blick auf die einzelnen Sektor-Positionen sind wir neben dem sich im bisherigen Jahresverlauf herausragend entwickelnden Segment der europäischen Versicherer (plus 9% ytd.) weiterhin positiv für die Öl- und Gas-Branche gestimmt, auch wenn Letztere im laufenden Jahr eine negative Performance (minus 2% ytd.) verzeichnet hat. Denn die Rohölpreise sollten im Zuge der mittelfristig verbesserten Perspektiven für die Weltwirtschaft und der damit verbundenen steigenden Nachfrage nach dem schwarzen Gold steigen. Die Nordseesorte Brent wird auf Jahressicht wahrscheinlich zu 95 US-Dollar pro Barrel gehandelt, deutlich höher als aktuell mit rund 85 US-Dollar.

Nicht nur die Aktienpositionen, sondern auch der Anleihemarkt könnte im weiteren Jahresverlauf für positive Schlagzeilen sorgen – allen voran der Markt für Unternehmensanleihen. Mit Blick auf die hierzulande und in vielen anderen Ländern zu erwartende Konjunkturerholung sowie die perspektivisch niedrigeren (Leit-) Zinsen sollten sich die Gewinnaussichten der Unternehmen verbessern, wobei hier nicht nur die Global Player gemeint sind. Diese haben in den Krisenjahren 2022 und 2023 angesichts ihrer hohen Preissetzungsmacht eindrucksvoll bewiesen, dass sie resilient gegenüber Widrigkeiten sind.

Unter den Anleihepositionen lohnt sich ein Blick auf die im Jahr 2023 eingegangene Position langlaufender US-Staatsanleihen. Trotz des verhaltenen Jahresstarts (minus 2,5% ytd.) halten wir an ihr fest. Denn auf Jahressicht erwarten wir im Zuge der wohl im Sommer beginnenden Zinswende in den USA einen spürbaren Renditerückgang der US-Treasuries – zehnjährige US-Staatsanleihen sollten dann zu rund 3,50% rentieren und damit rund 70 Basispunkte niedriger als am aktuellen Rand. Ein Risiko für die Dollar-Position stellt zweifelsohne die künftige Euro-Dollar-Entwicklung dar – wobei wir aber von einem in volatilen Schwüngen seitwärts tendierenden Wechselkurs ausgehen.

In der Summe ergibt sich in unserem assetklassenübergreifenden Musterportfolio eine moderate Übergewichtung der Aktienengagements in Höhe von 50% gegenüber Anleihen (36%) und einer Liquiditätsreserve von rund 14%.

**KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG**



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 13. März 2024**

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

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

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

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

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

### Zum 13. März 2024 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:

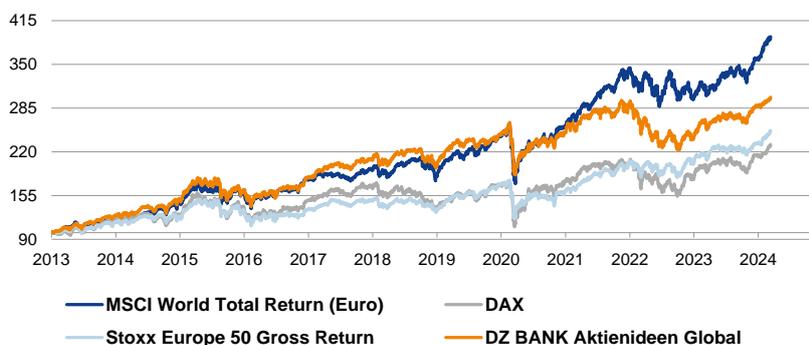
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Fresenius	29.12.2023	142	28,07	25,50	-9,2%
Krones	29.12.2023	35	111,80	118,00	+5,5%
Munich Re	29.12.2023	10	375,10	440,00	+17,3%
SAF Holland	29.12.2023	263	15,20	18,02	+18,6%
Alphabet	09.02.2024	29	138,88	127,84	-7,9%
Amazon.com	29.12.2023	28	138,60	161,30	+16,4%
Amgen	05.03.2024	16	255,60	252,40	-1,3%
Boeing	01.02.2024	20	191,40	168,52	-12,0%
BYD Co.	05.01.2024	163	24,45	24,40	-0,2%
Crowdstrike Holdings	08.03.2024	14	294,57	301,59	+2,4%
ENI	29.12.2023	260	15,35	14,69	-4,3%
Intesa Sanpaolo	29.12.2023	1.513	2,64	3,14	+18,9%
Microsoft	05.03.2024	11	369,85	380,25	+2,8%
Mondelez International	29.12.2023	61	65,20	65,92	+1,1%
Nike	29.12.2023	40	98,72	91,52	-6,9% (inkl. Dividende)
Novartis	29.12.2023	43	91,28	91,35	+3,8% (inkl. Dividende)
Orange	16.02.2024	379	10,77	10,44	-3,0%
ServiceNow	08.03.2024	6	693,20	714,80	+3,1%
T-Mobile US	29.12.2023	28	142,86	150,62	+5,9% (inkl. Dividende)
TotalEnergies	29.12.2023	64	61,60	60,67	-0,3% (inkl. Dividende)
Universal Music Group	12.02.2024	148	27,49	26,82	-2,4%
Vinci	29.12.2023	35	113,70	119,08	+4,7%

Stand: 13. März 2024

Quellen: LSEG, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 12. März 2024 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 4,3% erzielt und damit nicht ganz so gut abgeschnitten wie der MSCI World Total Return in Euro (plus 8,8%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 7,9%) und der DAX (plus 7,2%). Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.

#### KURSENTWICKLUNG SEIT AUFLEGUNG



Quellen: LSEG, DZ BANK

# Deutschland: Wieder der „kranke Mann“ Europas?

## Experten-Interview

Mit Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt der DZ BANK, Frankfurt am Main

**Friedrich:** Es scheint so, dass Deutschland wirtschaftlich derzeit immer weiter hinter die anderen EWU-Länder fällt. Wie sieht es da aktuell aus?

**Dr. Michael Holstein:** Es ist tatsächlich so, dass ganz Europa sich in einer wirtschaftlichen Schwächephase befindet, aber dass Deutschland noch mal stärker betroffen ist als die anderen Länder. Wir sehen es zum einen daran, dass wir im vergangenen Jahr in Deutschland sogar ein Minus beim Bruttoinlandsprodukt hatten, während die meisten anderen Länder doch zumindest ein positives Wachstum geschafft haben. Auch bei den Prognosen für dieses Jahr schneidet Deutschland im Vergleich am schwächsten ab, zumindest unter den großen EWU-Mitgliedsländern. Ganz aktuell, wenn wir auf die aktuellen Konjunkturindikatoren schauen – beispielsweise die monatlichen Umfragen unter den Einkaufsmanagern –, sehen wir, dass Deutschland im Moment tatsächlich hinterherhinkt.

**Friedrich:** Einige Frühindikatoren zeichnen also ein trübes Bild. Wie sieht es zum Beispiel der ifo Index, der regelmäßig eine aktuelle Lage und eine Erwartung erhebt? Gibt es da Unterschiede? Was sind die Gründe?

**Dr. Michael Holstein:** Das ist ein Phänomen, das wir jetzt schon eine ganze Zeit lang sehen: Die Erwartungen sind tatsächlich ziemlich pessimistisch. Zwar ist auch die Lageeinschätzung schwach, aber nicht so katastrophal, während die Erwartungen auf einem sehr niedrigen Niveau sind. Das heißt, die Unternehmen sind für die kommenden Monate sehr skeptisch, was ihre Geschäftsentwicklung angeht. Das ist eine ganz schwierige Situation offensichtlich.

**Friedrich:** Das ifo Institut bringt auch sektorspezifische Einschätzungen heraus. Auch da sieht es besonders im verarbeitenden Gewerbe nicht gut aus. Was sind da die Gründe?

**Dr. Michael Holstein:** Ja, das stimmt. Mit Blick auf die einzelnen Sektoren sieht es im Dienstleistungssektor noch relativ am besten aus mit einer noch ungefähr neutralen Stimmungslage im längerfristigen Vergleich. Aber im verarbeitenden Gewerbe und auch im Einzelhandel sieht es schwach aus. Vor allem aber im Baugewerbe: Hier sind es vor allem die kräftig gestiegenen Zinsen, die jetzt Schwierigkeiten bei der Finanzierung bereiten. Beim Einzelhandel haben wir seit Corona noch mal verstärkte Probleme, die aber auch struktureller Natur sind. Und im verarbeitenden Gewerbe ist es sehr stark die Exportabhängigkeit der Industrie. Denn auch die Weltwirtschaft, der Welthandel sind in einer schwachen Phase. Dazu kommt in Deutschland noch eine Zusammensetzung von Branchen, die schwierig ist. So hat die Chemie

aufgrund der hohen Energiepreise ihre besonderen Probleme. Insofern ist das verarbeitende Gewerbe auch durch die Abhängigkeit vom internationalen Umfeld und nicht zuletzt von China noch mal besonders betroffen.

**Friedrich:** Und das obwohl beispielsweise die jüngsten Exportzahlen gar nicht so schlecht waren?

**Dr. Michael Holstein:** Das stimmt, wobei man sagen muss, dass die Monatswerte ganz gern mal kräftig hin- und herspringen, sodass man nicht zu viel in eine Monatszahl hineininterpretieren darf. Wir können auf jeden Fall sagen: Was die Exporte angeht, war das letzte Jahr schwach. Und für ein exportabhängiges Land, das wir ja sind, und gerade für die Industrie, die besonders abhängig vom Exportgeschäft ist, ist das natürlich ein Problem.

**Friedrich:** Wie schätzt Du die Aussichten für Investitionen ein, auch im Hinblick darauf, dass die EZB in diesem Jahr erste Zinssenkungen vornehmen wird?

**Dr. Michael Holstein:** Das ist sicherlich ein positiver Faktor, wenn wir auf den Ausblick schauen. Die ersten Zinssenkungen werden erwartet, wodurch sich auch die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen etwas verbessern sollten. Im Moment lastet noch die schlechte Stimmung auf der Investitionstätigkeit der Unternehmen. Denn man braucht Zuversicht, um Investitionen zu tätigen. Insofern sind die Finanzierungsbedingungen das eine, aber die Zuversicht bei den Unternehmen muss noch dazukommen, damit wir auch bei den Investitionen wieder eine positive Wende sehen.

**Friedrich:** Jetzt haben wir viel über die zyklischen Probleme oder die Gründe für die Schwächephase Deutschlands gesprochen. Was sind denn aber die strukturellen Probleme? Da gibt es sicher viele?

**Dr. Michael Holstein:** Da gibt es eine ganze Reihe. Eines, mit dem wir alle schon konfrontiert sind und bereits erleben, ist die Demografie. Wir sind eine alternde Gesellschaft und das bringt auch für die Wirtschaft und für den Arbeitsmarkt Belastungen und Herausforderungen mit sich. Das Thema beeinflusst auch das Wachstumspotenzial der Wirtschaft. Der Sachverständigenrat hat sich im letzten Gutachten auch mit den längerfristigen Wachstumsaussichten, dem sogenannten Potenzialwachstum beschäftigt, das in den nächsten Jahren in Richtung 0,5% sinkt. Das heißt, dass unsere Wirtschaft, wenn sie ihr Potenzial ausschöpft, nur noch mit 0,5% pro Jahr wächst. Ein wichtiger Faktor dabei ist die Demografie. Die nächsten etwa zehn Jahre werden besonders schwierig sein, weil dann deutlich mehr Menschen jedes Jahr aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden – altersbedingt – als junge Menschen hinzukommen. Es gibt natürlich einige Möglichkeiten, dies positiv zu beeinflussen – über Migrationspolitik, natürlich auch über Ausbildung und die Erhöhung von Beschäftigungsquoten. Aber grundsätzlich ist das ein dämpfender Faktor. Dazu kommen noch andere Themen: unser Rückstand bei der Digitalisierung beispielsweise; aber auch das Thema Dekarbonisierung, also die Wende hin zu einer kohlenstoffärmeren oder -freien Wirtschaft – das ist auch ein schwieriger Umstellungsprozess. Insofern haben wir eine ganze Reihe von Faktoren, die jetzt ihren Einfluss haben und tendenziell auch belasten.

**Friedrich:** Ein weiteres strukturelles Problem in Deutschland ist die Bürokratie, unter der viele Unternehmen leiden. Gibt es da Fortschritte?

**Dr. Michael Holstein:** Echte Fortschritte wäre jetzt zu viel gesagt. Aber es ist ganz klar und wir sehen das auch bei unseren regelmäßigen Mittelstandsumfragen: Das Thema Bürokratie lastet wirklich schwer auf den Unternehmen und es wird in jeder Umfrage als eines oder sogar vielleicht das kritischste Thema für die Unternehmen gesehen. Insofern muss da etwas passieren. Und Digitalisierung ist natürlich eine Möglichkeit, hier vielleicht zu einer Erleichterung zu kommen. Ich glaube, das Problem ist durchaus erkannt, auch in der Politik, aber wir tun uns in Deutschland unheimlich schwer, hier wirklich zu pragmatischeren, einfacheren Lösungen zu kommen. Und leider mahlen die bürokratischen Mühlen in Deutschland langsam und es ist ganz offensichtlich schwer, hier zu Fortschritten zu kommen, aber es ist absolut notwendig.

**Friedrich:** Welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen könnte denn die Bundesregierung diesbezüglich ergreifen? Oder ist sie vielleicht sogar Teil des Problems?

**Dr. Michael Holstein:** Im Moment hat sie bei den Unternehmen einen sehr schweren Stand. Das heißt, die Unternehmen fordern mehr wirtschaftspolitische Initiative. Viele können nicht wirklich erkennen, was die Regierungslinie ist. Und gerade wenn wir an Investitionen denken, ist es unheimlich wichtig, dass die Rahmenbedingungen für die nächsten Jahre klar sind, damit die Unternehmen Planungssicherheit haben, und das wird von vielen vermisst. Das Thema Bürokratie ist ein großes Ärgernis. Wie gesagt, wirtschaftspolitisch ist es erkannt. Andere Themen, die von den Unter-

nehmen genannt werden, sind der Arbeitskräftemangel beziehungsweise die Demografie und was man diesbezüglich machen könnte. Aber auch die Unternehmenssteuern sind laut unseren Umfragen zunehmend ein Thema, über das die Unternehmen klagen, weil wir in Deutschland eben höhere Unternehmenssteuersätze oder eine höhere Unternehmensbesteuerung haben als in vielen anderen Ländern.

**Friedrich:** Vielleicht noch mal kurz zum Stichwort Schuldenbremse: Ist die Schuldenbremse noch zeitgemäß, wie sie praktiziert wird?

**Dr. Michael Holstein:** Ich glaube, dass wir bei der Schuldenbremse tatsächlich auch sehen sollten, dass es da Reformmöglichkeiten und Refombedarf gibt. Wobei ich jetzt nicht sagen will, wir brauchen keine Schuldenbremse im Sinne von „mehr Schulden könnten uns irgendwie aus diesen Schwierigkeiten rausführen“. Das glaube ich nicht. Aber wir sollten uns auch nicht stärker selbst fesseln, als es eigentlich notwendig wäre. Und ich glaube, die Schuldenbremse, so wie wir sie im Moment im Grundgesetz haben, ist tatsächlich zu streng formuliert und legt der Wirtschaftspolitik zu enge Fesseln an, enger als aus meiner Sicht – auch mit einer längerfristigen Perspektive – notwendig wäre.

**Friedrich:** Mit engeren Fesseln meinst Du sicherlich auch die Schuldenquote im G7-Vergleich, die für Deutschland sehr gering ist. Das heißt, eigentlich besteht ein gewisser Ausgabenspielraum. Würdest Du das tendenziell auch so sagen, dass Deutschland mehr Schulden machen sollte oder ist das ein heikles Thema?

**Dr. Michael Holstein:** Ich glaube nicht, dass das Schuldenmachen jetzt der Ausweg aus der Wachstumsschwäche und aus diesen Strukturproblemen wäre, über die wir gerade gesprochen haben. Aber wenn wir jetzt bei der Verschuldung ungefähr bei 60% der Wirtschaftsleistung liegen, was niedriger ist als in den meisten anderen großen Ländern, dann müssen wir nicht versuchen, jetzt in Richtung 30% zu kommen. Vielmehr sollten wir sehen, dass wir die Verschuldung nicht aus dem Ruder laufen lassen. Und ich glaube, in manchen anderen Ländern besteht die Gefahr tatsächlich, dass sie aus dem Ruder läuft. Aber wir sollten sie jetzt auch nicht mit Gewalt runterfahren, zumal wir einen riesigen Investitionsbedarf haben, den wir finanzieren müssen – nicht nur die Dekarbonisierung, sondern auch das große Thema Sicherheitspolitik und Verteidigungsfähigkeit, wo ebenfalls ein Riesennachholbedarf besteht. Das muss in erster Linie durch den Staat finanziert werden, und dafür muss man auch die Spielräume schaffen.

**Friedrich:** Du hast es gerade angesprochen, dass auch in Zukunft viel investiert werden müsste. Wenn man sich jetzt die Verteilung der Ausgaben des Staates anschaut: Ein sehr großer Anteil entfällt auf konsumtive Ausgaben, ein sehr geringer Anteil sind investive Ausgaben des Bundes. Würdest Du unterschreiben, dass da auf jeden Fall der Anteil höher sein müsste?

**Dr. Michael Holstein:** Ja, der investive Anteil müsste höher sein, er müsste steigen, um die Wachstumsmöglichkeiten zu verbessern. Bei der Infrastruktur und der Digitalisierung muss der Staat in Vorleistung treten. Zudem haben wir noch das ganze Thema Energiepolitik und die entsprechende Infrastruktur, die auch ausgebaut und verbessert werden muss. Insofern müssen wir einen Schwerpunkt auf investive Ausgaben legen und deswegen auch ins Auge fassen, einen Teil dieser investiven Ausgaben auf jeden Fall auch über Kredite zu finanzieren. Gleichzeitig müssen wir versuchen, die konsumtiven Ausgaben nicht aus dem Ruder laufen zu lassen und können da nicht immer weiter draufpacken – jetzt in Zeiten, da wir an der Zukunftsfähigkeit arbeiten müssen.



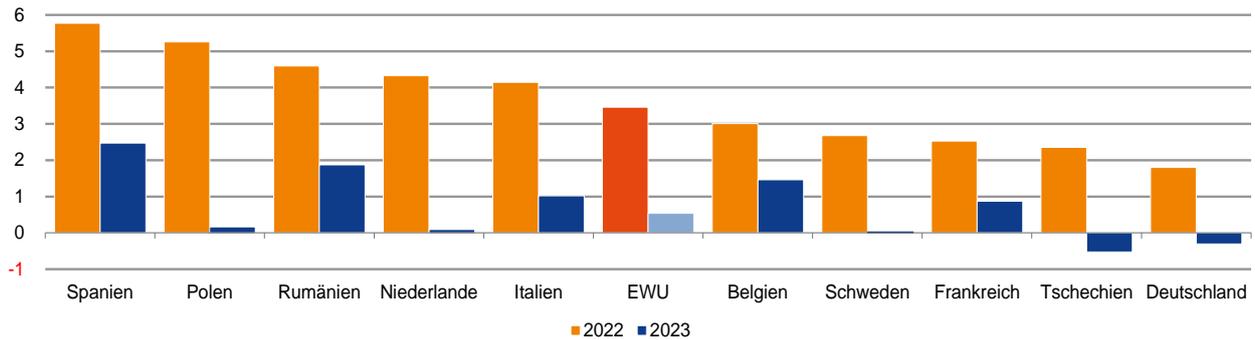
### **Wettbewerbsfähigkeit in Gefahr Vorbei die Zeiten der deutschen Wachstumslokomotive**

Thomas Kulp, Analyst  
Dr. Claus Niegsch, Economist

**Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit ist in Gefahr, sagt fast die Hälfte der Mittelständler. Eine große Rolle spielen dabei die diversen Krisen der letzten Jahre. Die Bevölkerung teilt die Sorge und sieht die Bundesregierung als mitverantwortlich. Entsprechend schlecht ist derzeit die Stimmung bei Unternehmen und Öffentlichkeit. Es bleibt abzuwarten, ob die Politik entschieden durchgreift.**

Fast die Hälfte der deutschen Mittelständler sieht die Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland in Schwierigkeiten: 46% der mehr als 1.000 mittelständischen Unternehmen, die im Rahmen einer Sonderumfrage im Auftrag der DZ BANK befragt wurden, halten Deutschland für den „kranken Mann Europas“. Am stärksten ist die Zustimmung mit 59% bei den mittelständischen Bauunternehmen, die stark von der Zinswende betroffen sind. Ein wichtiger Grund für deren Einschätzung dürften die deutlich gestiegenen Energiepreise infolge des Ukraine-Krieges und der daraus entstandenen Energiekrise sein. Hier rächt sich die zuvor sehr hohe Abhängigkeit Deutschlands von russischen Energielieferungen. Ohne Gegenmaßnahmen dürften die Energiepreise hierzulande langfristig im internationalen Vergleich (zu) hoch bleiben. Hinzu kommen weitere hausgemachte Probleme, wie die oft kritisierte „ausufernde“ Bürokratie sowie eine im internationalen Vergleich mangelnde Digitalisierung der Wirtschaft, insbesondere aber der öffentlichen Verwaltung. Auch wenn Deutschland vielleicht nicht der „kranke Mann Europas“ ist, von einer Lokomotive der europäischen Wirtschaft kann keine Rede mehr sein. Corona-Krise, Ukraine-Krieg, Energiekrise, hohe Inflation und Zinswende haben die deutsche Wirtschaft in den Jahren 2020 bis 2023 stärker gebremst als in vielen Nachbarländern. So ist das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2022 im Vergleich der zehn bevölkerungsreichsten Mitgliedsstaaten der Europäischen Union am wenigsten gewachsen. 2023 schrumpfte die Gesamtwirtschaftsleistung sogar leicht.

**WACHSTUMSVERGLEICH DER ZEHN BEVÖLKERUNGSREICHSTEN EU-MITGLIEDSTAATEN  
BRUTTOINLANDSPRODUKT IN % GG. VJ**

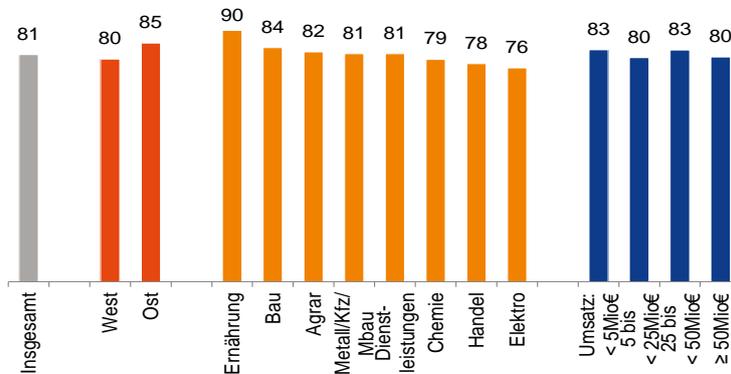


Quellen: Eurostat, DZ BANK

**Krisen verringern Wettbewerbsfähigkeit**

Die zahlreichen Krisen der vergangenen Jahre haben der deutschen Wirtschaft spürbar zugesetzt und ihre Wettbewerbsfähigkeit deutlich belastet. Vor allem die fehlenden Erholungsphasen zwischen den Krisen stellen für Unternehmen seit 2020 ein Problem dar. Zwar konnten staatliche Stützungsmaßnahmen wie die Corona-Hilfen oder die Gas- und Strompreisbremse gravierendere Auswirkungen auf die Unternehmen verhindern. Dennoch litt die exportorientierte deutsche Wirtschaft stark unter den globalen Krisen und den Unsicherheiten, die mit der sehr kurzfristigen Umstellung der Gasversorgung einhergingen.

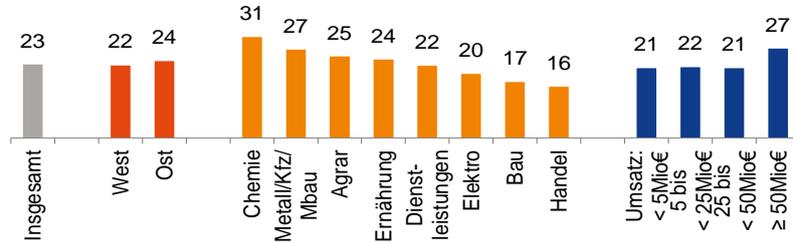
**DEUTSCHLAND VERLOR IN DEN LETZTEN KRISEN AN WETTBEWERBSFÄHIGKEIT  
IN % DER BEFRAGTEN**



Quelle: DZ BANK; Zustimmung auf die Frage, ob Deutschland seit den letzten Krisen an Wettbewerbsfähigkeit verlor.

Angesichts dieser Entwicklungen überrascht es nicht, dass mehr als vier von fünf mittelständischen Unternehmen der Meinung sind, dass Deutschland in den letzten Krisen an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat. Überdurchschnittlich hoch ist die Zustimmung zu dieser Frage im Ernährungs- und im Baugewerbe. Am geringsten ist die Zustimmung in der Elektroindustrie, aber auch hier zweifeln noch mehr als drei Viertel der Befragten an der aktuellen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Immerhin halten die Befragten das eigene Unternehmen für weniger stark von der Krise betroffen. Zu den Mittelständlern, die ihre Wettbewerbsfähigkeit eher gefährdet sehen (insgesamt weniger als ein Viertel), zählen vor allem die befragten Chemieunternehmen – wenig verwunderlich angesichts ihrer hohen Abhängigkeit von Gas und Öl, die nicht nur als Energieträger, sondern auch als Rohstoffe direkt in die Produktion einfließen. Die über alle Branchen hinweg geringere Betroffenheit in der Selbsteinschätzung dürfte zu einem großen Teil auf den starken inländischen Fokus der mittelständischen Unternehmen zurückzuführen sein, die bereits in der Finanz- und Eurokrise eine erhöhte Resilienz zeigten. Zudem hat sich auch ihre betriebswirtschaftliche Verfassung in den letzten beiden Jahrzehnten deutlich verbessert.

### EIGENES UNTERNEHMEN VERLOR IN LETZTEN KRISEN AN WETTBEWERBSFÄHIGKEIT IN % DER BEFRAGTEN



Quelle: DZ BANK; Zustimmung auf die Frage, ob das befragte Unternehmen seit den letzten Krisen an Wettbewerbsfähigkeit verlor.

### Industriestrompreis als Lösung?

Da die hohen Energiekosten häufig als Hauptursache für den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft identifiziert werden, wird ein günstiger Industriestrompreis als kurzfristig wirksame Gegenmaßnahme diskutiert. Auch fast zwei Drittel der mittelständischen Unternehmen halten einen solchen Industriestrompreis für notwendig. Besonders hoch ist die Zustimmung im verarbeitenden Gewerbe, aber auch in der Landwirtschaft. Zudem befürworten fast drei Viertel der großen Mittelständler mit einem jährlichen Umsatz über 50 Mio. Euro einen subventionierten Industriestrompreis. Dass die Begeisterung für einen günstigen Industriestrompreis im mittelständischen Handel deutlich geringer ausfällt, deutet auf ein grundsätzliches Problem einer auf die Industrie beschränkten Strompreissenkung hin: Diese käme nur ausgewählten Unternehmen zugute, während die Finanzierung aus Steuermitteln von der Allgemeinheit getragen werden müsste, und damit nicht nur von den privaten Verbrauchern, sondern auch von nicht profitierenden Unternehmen. Daher halten sogar über 70% aller Befragten einen solchen Industriestrompreis für „ungerecht“.

### Mittelstand ist bereit, härtere Maßnahmen zu ergreifen

Die anhaltend hohe Inflation belastet die Unternehmen nicht nur auf der Kostenseite. In vielen Wirtschaftsbereichen dämpft sie auch die Nachfrage der Kunden. Einzelhändler und zahlreiche Dienstleister spüren die Konsumzurückhaltung der privaten Haushalte deutlich, und auch die Industrie kann sich der aktuellen Konjunkturschwäche nicht entziehen. Zwar konnten sich viele Industrieunternehmen während der Lieferengpässe in den Jahren 2021 und 2022 ein beachtliches Auftragspolster aufbauen, das nun abgearbeitet wird. Neue Aufträge kommen jedoch nur spärlich herein, und die Produktion bleibt hinter dem Vor-Corona-Niveau zurück. Am stärksten betroffen ist der Wohnungsbau. Die Zinswende hat die Wohnungsbaugenehmigungen regelrecht einbrechen lassen. Wenn angesichts dieser Entwicklung kostensparende Maßnahmen, wie etwa die Umsetzung umfangreicher Energiesparmaßnahmen, die während der Energiekrise notwendig geworden waren, nicht mehr ausreichen, bleibt vielen Unternehmen oft nichts anderes übrig, als über härtere Maßnahmen nachzudenken: So hält mehr als ein Drittel der Befragten eine Restrukturierung ihres Unternehmens kurzfristig für möglich; während des Höhepunkts der Energiekrise vor einem Jahr war es nur rund ein Viertel. Eine Neuausrichtung der Produktion oder der Geschäftstätigkeit halten immerhin 30% der Mittelständler für notwendig – fast doppelt so viele wie vor einem Jahr. Im Ernährungsgewerbe ist eine Neuausrichtung inzwischen sogar für jeden zweiten Mittelständler kurzfristig relevant.

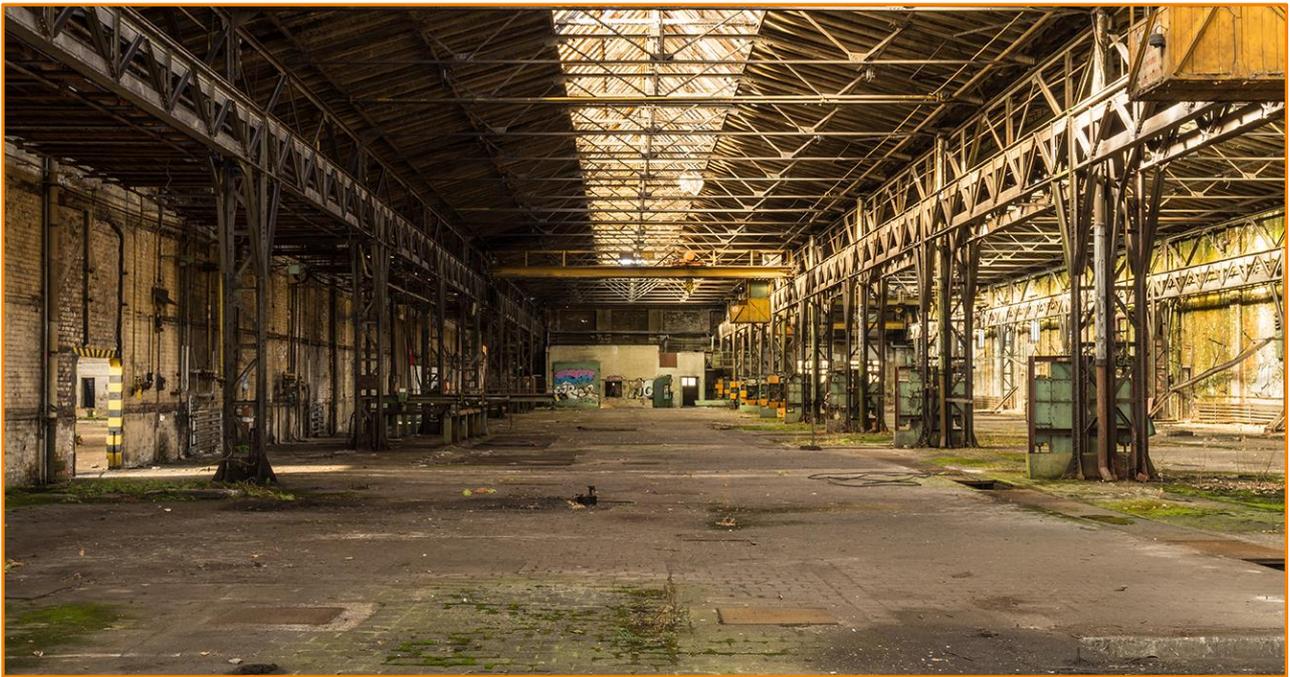
### Auch in der Bevölkerung herrscht eine pessimistische Stimmung

Auch das Vertrauen der deutschen Bevölkerung in die wirtschaftliche Stärke des Landes sinkt zunehmend, wie eine Umfrage des Instituts für Demoskopie Allensbach im Auftrag der CDU/CSU-Bundestagsfraktion ergab. Demnach glauben 50% der Befragten, dass Deutschland in zehn bis 15 Jahren nicht mehr zu den führenden Wirtschaftsnationen gehören wird. 2022 waren es „nur“ 30%. Zudem sehen 68% der Bevölkerung eine nachhaltige Schwächung der Industrie. Lediglich 41% der Befragten halten Deutschland noch für einen sehr starken Wirtschaftsstandort, gegenüber 71% im Jahr 2022. Die Mehrheit der Befragten fordert Bürokratieabbau sowie eine Modernisierung der Verwaltung, den Ausbau der Digitalisierung und Verbesserungen im Bildungsbereich.

**Noch zeichnet sich keine tiefgreifende Veränderung ab**

Die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands ist in den letzten Jahren zunehmend gefährdet. Fast die Hälfte der Mittelständler sieht Deutschland sogar als den kranken Mann Europas. Um die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zu verbessern, setzen immerhin zwei Drittel der Mittelständler auf einen günstigen Industriestrompreis. Sie sind sich aber der Probleme bewusst, die ein subventionierter Strompreis mit sich bringt. Deshalb halten sie ihn mit großer Mehrheit für ungerecht, zumal die von der Bundesregierung angestrebten Lösungen vor allem auf die Industrie und stromintensive Unternehmen abzielen. Angesichts der anhaltenden konjunkturellen Schwäche wollen die Mittelständler auch beim eigenen Unternehmen ansetzen, wenngleich der Anteil der Unternehmen, die einen krisenbedingten Verlust der eigenen Wettbewerbsfähigkeit sehen, deutlich geringer ist als der Anteil, der Wettbewerbsverluste für die Gesamtwirtschaft fürchtet.

Im Vergleich zum Höhepunkt der Energiekrise sehen sich immer mehr Mittelständler gezwungen, durchaus einschneidende Maßnahmen wie die Restrukturierung des eigenen Unternehmens oder gar die Neuausrichtung der Produktion oder der Geschäftstätigkeit in Angriff zu nehmen. Dass dies von jeweils rund einem Drittel der befragten Unternehmen so eingeschätzt wird, unterstreicht die schwierige Situation, in der sich die deutsche Wirtschaft derzeit befindet. Die Gefahr für den Standort Deutschland spüren dabei nicht nur mittelständische Unternehmen, sondern auch die Bevölkerung, die sich unter anderem Fortschritte bei der Digitalisierung und beim Bürokratieabbau wünscht. Ob und wann die Politik aus dem derzeitigen Stimmungstief ihre Schlüsse zieht und tätig wird, muss sich zeigen. Klar ist aber, dass es umfangreicher, ineinandergreifender Maßnahmen bedarf, um Veränderungen wirkungsvoll umzusetzen, damit sich letztendlich die Stimmung hierzulande wieder ins Positive dreht.



### **Droht Deutschland die Deindustrialisierung? Eine Bestandsaufnahme**

Alexander Hauenstein, Michael Punzet, Thorsten Reigber, Dirk Schlamp, Holger Schmidt, Peter Spengler, Analysten  
Dr. Claus Niegisch, Dr. Christoph Swonke, Economists  
Benjamin Morlot, Research Assistant

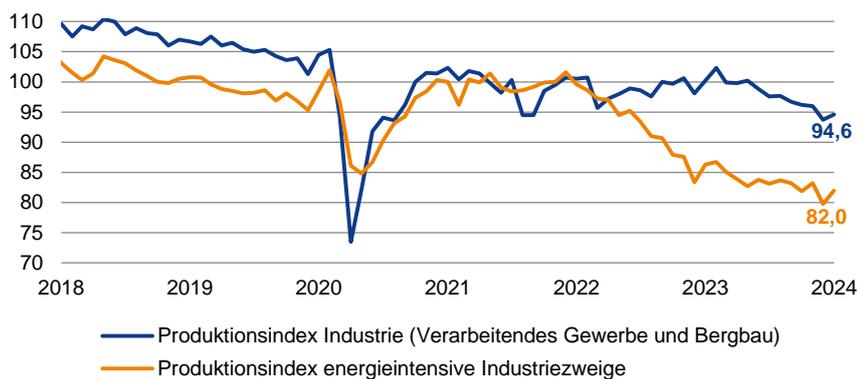
**Befürchtet wird ein Rückgang der industriellen Wertschöpfung mit einem starken Schrumpfen der energieintensiven Branchen, nicht zuletzt wegen der gestiegenen Energiepreise. Auf eine sinkende Attraktivität des Industriestandorts Deutschland deuten zudem die sinkenden ausländischen Direktinvestitionen und die Produktionsverlagerungen ins Ausland hin.**

Ein kürzlich in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung erschienener Artikel mit dem Titel „Verliert Deutschland seine Industrie?“ greift das Thema Deindustrialisierung auf. Als Ursachen gelten hohe Arbeitskosten, steigende Steuerbelastungen, überbordende Bürokratie und Fachkräftemangel.

Mit dem Ukraine-Krieg kamen die hohen Energiepreise hinzu, die die deutsche Industrie besonders hart trafen und möglicherweise mitverantwortlich für den Rückgang der Produktion in der energieintensiven Industrie in den letzten beiden Jahren sind. Darüber hinaus sanken in den letzten drei Jahren die weltweiten Direktinvestitionen – auch infolge der „Stapelkrise“ mit Herausforderungen wie der Covid-19-Pandemie, der Klimakrise und dem Krieg in der Ukraine.

Damit mehren sich die Befürchtungen, dass Deutschland einen erheblichen Teil seiner industriellen Basis verliert. Diesen Trend verdeutlichen die jüngsten Zahlen des Statistischen Bundesamtes (Destatis): Seit dem Hoch im Jahr 2018 ist die Industrieproduktion in Deutschland laut Produktionsindex um rund 15% eingebrochen. Noch drastischer sieht es in energieintensiven Branchen wie der Chemie- und Stahlindustrie sowie der Glas- und Zementherstellung aus, die laut Destatis seit 2018 um fast ein Viertel geschrumpft sind. Alles in allem kein fruchtbarer Boden für Investitionen in Deutschland – weder von inländischer noch von ausländischer Seite.

**PRODUKTIONSRÜCKGANG GETRIGGERT DURCH COVID-19 UND UKRAINE-KRIEG**  
 DEUTSCHER PRODUKTIONSINDEX, INDEX 2015 = 100



Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

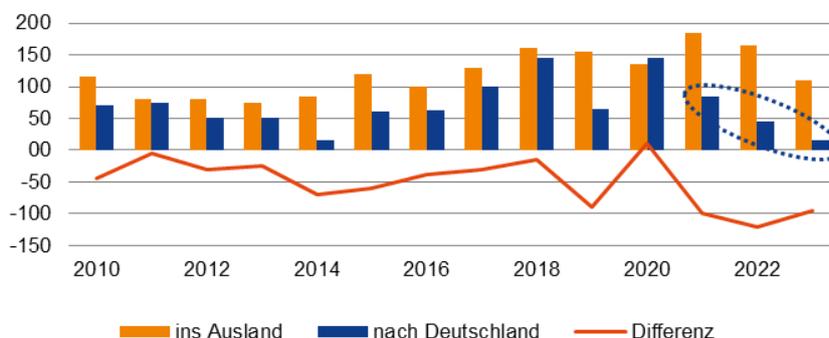
### Ein Warnsignal

Der Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen deutet möglicherweise auf einen Trend zur Deindustrialisierung in Deutschland hin. Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (iw) sieht in der deutlichen Abschwächung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs ein Alarmsignal für die sinkende Attraktivität des Standorts Deutschland. Es zeichnet sich ab, dass deutsche Unternehmen ihre Produktion verstärkt verlagern, während ausländische Unternehmen aufgrund von Standortnachteilen wie nicht wettbewerbsfähigen Energiepreisen und hoher Regulierung mit Investitionen in Deutschland zurückhaltend sind.

Im Zeitraum 2018 bis 2023 betrug die jährliche Summe der Direktinvestitionen in Deutschland im Schnitt 97 Mrd. Euro, mit Spitzenwerten von 145 Mrd. Euro in den Jahren 2018 und 2020 und einem voraussichtlichen Tiefstand von 15 Mrd. Euro für 2023 (laut iw und OECD). Dies könnte als vorläufiger Endpunkt eines alarmierenden Negativtrends angesehen werden, auch wenn ein Blick auf die OECD-Statistik der weltweiten Direktinvestitionen für 2021 bis 2023 zeigt, dass sich Deutschland hier nicht von dem weltweiten Rückgang der Direktinvestitionen unterscheidet.

Als Folge der nach 2010 weiter gestiegenen Globalisierung, an der die exportorientierten deutschen Unternehmen erfolgreich teilhaben wollten, ist der Saldo der Direktinvestitionen von und nach Deutschland seither negativ. Nach dem Ende der günstigen russischen Erdgaslieferungen hat sich die Investitionslücke jedoch deutlich vergrößert.

**DIE DIREKTINVESTITIONEN NACH DEUTSCHLAND SIND SEIT DEM KRIEG IN DER UKRAINE DEUTLICH ZURÜCKGEGANGEN**  
 DIREKTINVESTITIONEN VON UND NACH DEUTSCHLAND IN MRD. EURO



Quellen: Institut der deutschen Wirtschaft (IW), OECD, DZ BANK

### Subventionsprogramme – ein Heilmittel?

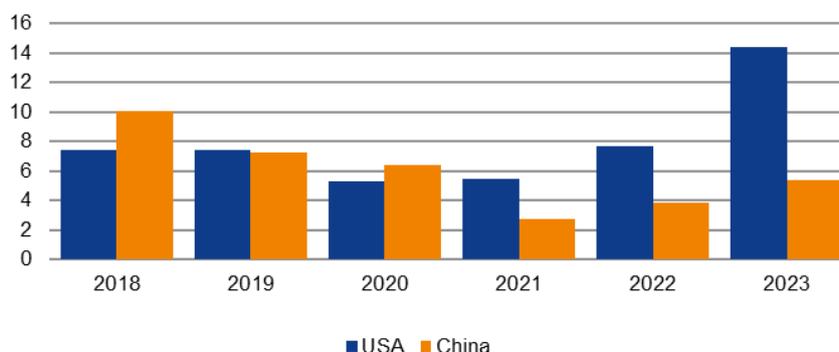
China ist seit Jahrzehnten das industrielle Kraftzentrum der Welt. Deshalb besteht eine echte Bereitschaft der OECD-Länder zur Zurückverlagerung von unternehmerischen Funktionen und Prozessen in das Heimatland (Reshoring), aber auch zur Rückverlagerung der Produktion in umliegende Länder (Nearshoring). Die USA machen es vor. Mit ihrem

„Inflation Reduction Act“ (IRA) haben sie Subventionen im Umfang von 1 Bio. Dollar auf den Weg gebracht, um einen Großteil der zuvor ins Ausland ausgelagerten Produktionskapazitäten in die USA zurückzuholen und auf nachhaltige Energie umzustellen. Das zweite große US-Subventionsprogramm, der „Chips and Science Act“, fördert wiederum die heimische Halbleiterforschung und -produktion, um der Masse an günstigen Chips aus China entgegenzuwirken.

Hier hinkt die EU den USA in mancher Hinsicht hinterher. So ist von einem europäischen „Green Deal“ die Rede, der in den nächsten zehn Jahren zwischen 500 Mrd. und 1 Bio. Euro zur Förderung der lokalen Industrie bereitstellen soll. Im Februar 2022 wurde ein mit 43 Mrd. Euro dotierter „European Chips Act“ (ECA) auf den Weg gebracht, ebenso wie ein „Net-Zero Industry Act“, der den Rechtsrahmen für solche Unternehmen vereinfacht, die nachhaltige Schlüsseltechnologien herstellen. Soweit uns bekannt ist, haben diese Maßnahmen deutsche Unternehmen bisher weder zurückgebracht noch an der Abwanderung gehindert. Allerdings wurden ausländische Unternehmen mit hohen Subventionen angelockt, wie Intel (30-Mrd.-Investitionsplan in Deutschland) oder TSMC, die zusammen mit Bosch und NXP rund 10 Mrd. Euro investiert haben, um hierzulande Mikrochipfabriken zu bauen und zu betreiben. Auch der geplante Ausbau der Batterieproduktion wird in den nächsten Jahren im Mittelpunkt der Entwicklungen stehen, ebenso wie die Solarenergie. Davon würde die gesamte Wertschöpfungskette profitieren, auch die auf Komponenten oder Automation spezialisierten Unternehmen wie ABB, Bystronic, Siemens und das schwedische Unternehmen Atlas Copco.

Bislang wurde jedoch nur das europäische Chip-Gesetz umgesetzt und selbst hier scheinen sich die Unternehmen zurückzuhalten. Möglicherweise hat man mit den Milliarden-Subventionen für die Ansiedlung von Halbleiterchipfabriken in Deutschland sogar die Büchse der Pandora geöffnet. Ohne hohe Subventionen werden sich in Zukunft weder ausländische noch deutsche Unternehmen, beispielsweise aus dem Batterie- oder Solarbereich, für den Standort Deutschland entscheiden. Auch wurden bislang keine signifikanten Reshoring-Aktivitäten bekannt. Allerdings könnte es ein gewisses Nearshoring in osteuropäischen Ländern geben, wovon später einige große europäischen Länder wie Frankreich und Deutschland in geringerem Maße profitieren könnten.

**DEUTSCHE UNTERNEHMEN BEVORZUGEN MITTLERWEILE DIE USA GEGENÜBER CHINA**  
DIREKTINVESTITIONEN (CAPEX) IN MRD. EURO



Quellen: Financial Times, fDi Markets, DZ BANK

### Reaktionen der deutschen Unternehmen – im Rahmen des Möglichen

Ohne Frage haben die langfristigen Herausforderungen und zwischenzeitlichen Schocks Folgen für den Industriestandort Deutschland. Denn die hier ansässigen Unternehmen sind gezwungen, auf die veränderten Marktbedingungen zu reagieren. Nur durch Anpassungen ihrer Produktionsprozesse beziehungsweise Investitionsstrategien können sie ihre Wettbewerbsfähigkeit stärken oder zumindest erhalten. Dabei sind die ergriffenen Maßnahmen nicht neu.

So fährt der Chemieriese BASF gleich mehrgleisig. Angesichts der Mehrkosten für Energie im Jahr 2022 von 1,4 Mrd. Euro allein am Verbund-Standort Ludwigshafen (weltweit waren es 3,2 Mrd. Euro) hat BASF beschlossen, die Wertschöpfungsketten in besonders energieintensiven Geschäftsbereichen umzustrukturieren: So wurde beispielsweise die Produktion von Ammoniak (Dünger) gedrosselt und die TDI-Anlage (ein Vorprodukt für Polyurethan) in Ludwigshafen geschlossen. In diesem Zusammenhang wurde auch der Abbau von 2.600 Arbeitsplätzen angekündigt, was etwa 10% der deutschen Belegschaft entspricht. Bei der Standortwahl für künftige Investitionen setzt BASF vor allem auf China und will bis 2030 rund 10 Mrd. Euro investieren, um in der Provinz Guangdong in Zhanjiang einen neuen Verbundstandort zu errichten. Mit Blick auf das rasante Wachstum des chinesischen Chemiemarktes, der bis 2030 voraussichtlich 55% des

Weltmarktes ausmachen wird, positioniert sich BASF verstärkt in dieser Region, um der bisherigen Unterrepräsentanz von 24% des Umsatzes in China entgegenzuwirken. Auch in den USA sieht BASF einen „sehr attraktiven Markt“ und plant zwischen 2023 und 2027 Investitionen in Höhe von 3,7 Mrd. Euro in Nordamerika, darunter umfangreiche Erweiterungen der petrochemischen Anlagen in Geismar (Louisiana) und Cincinnati (Ohio).

Siemens dagegen setzt mit seiner Investitionsstrategie ein starkes Zeichen der Innovationskraft in der globalen Technologielandschaft. Von den insgesamt rund 2 Mrd. Euro ist die Hälfte für deutsche Standorte vorgesehen. Allein 500 Mio. Euro fließen in den Ausbau des Technologiecampus in Erlangen mit dem Ziel, diesen Standort zum globalen Forschungs- und Entwicklungszentrum und zum Herzstück der weltweiten Technologieaktivitäten für das Industrial Metaverse auszubauen.

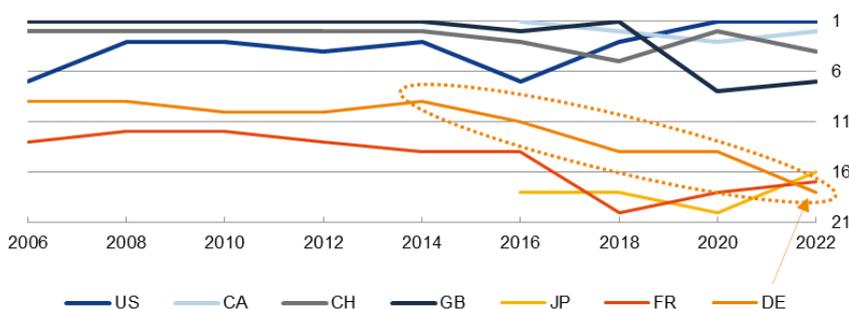
Der Automobil- und Maschinenbau-Zulieferer Schaeffler äußerte sich nach der Bekanntgabe des Inflation Reduction Act dahingehend, zukünftig stärker in den USA zu investieren, da man dort bessere Wachstumschancen sowohl im Automobil- als auch im Industriegeschäft sieht. Continental hat im Rahmen seines neuen Effizienzprogramms bekannt gegeben, weltweit 7.150 Stellen zu streichen, rund 40% davon in Deutschland. Zudem sollen Conti-Standorte zusammengelegt werden, beispielsweise im Rhein-Main-Gebiet.

HOMAG, eine Tochtergesellschaft des Anlagenbauers Dürr, hat aufgrund der rückläufigen Nachfrage nach Holzbearbeitungsmaschinen ein Restrukturierungsprogramm eingeleitet. Das Maßnahmenpaket umfasst den Abbau von 600 Stellen in Deutschland, eine Anpassung der Produktionskapazitäten an die erwartete Nachfrage sowie die Verlagerung verschiedener Aufgaben an Standorte mit niedrigeren Löhnen und weniger regulatorischen Einschränkungen.

Dagegen investiert Aurubis rund 1,7 Mrd. Euro, um sein Kerngeschäft, insbesondere das Recycling, zu stärken. Zu den wichtigsten Investitionen gehören Verbesserung der Anlagensicherheit am deutschen Standort und Wachstumsinitiativen im Ausland. Der Vorstandsvorsitzende verwies auf den langfristigen Stromvertrag des Unternehmens und die bestehenden Regelungen für energieintensive Industrien, die die Stabilität von Aurubis sichern. Besorgt zeigte er sich über das Fehlen einer kohärenten Energiepolitik für energieintensive Industrien in Deutschland und warnte davor, dass dies zu einem Dominoeffekt in der Wertschöpfungskette und zum Verlust von Arbeitsplätzen führen könnte, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf den allgemeinen Wohlstand.

Bemerkenswert und gleichsam vielsagend ist, dass der Weltmarktführer für Motorsägen, Stihl aus Waiblingen bei Stuttgart, seine Pläne für ein neues Werk in Ludwigsburg auf Eis gelegt hat und stattdessen erwägt, die Produktion in die Schweiz zu verlagern. Noch vor wenigen Jahren hätte niemand für möglich gehalten, dass in der Schweiz, die als absolutes Hochpreisland gilt, billiger produziert werden kann als hierzulande. Schuld daran sind einmal mehr höhere Zölle, Steuern und Energiekosten; hinzu kommen Forderungen nach einer 4-Tage-Woche. Damit wird selbst die Produktion in einem Hochpreisland attraktiver als in Deutschland.

**DEUTSCHLAND FÄLLT 2022 AUF PLATZ 18 ZURÜCK, DIE USA BEHAUPTEN PLATZ 1**  
LÄNDERRANGLISTE (1 BESTE, 21 SCHLECHTESTE)



Länderrangliste anhand der folgenden sechs Kriterien: Steuern; Regulierung; Finanzierung; Energie; Infrastruktur & Institutionen; Arbeitskosten, Produktivität & Humankapital  
Quellen: Stiftung Familienunternehmen, DZ BANK

Darüber hinaus zeichnen sich klare Trends zur Verlagerung oder Verkleinerung deutscher Unternehmensstrukturen ab. So plant GEA Group, ein Pumpenwerk in Mainz zu schließen und stattdessen einen neuen Standort in Polen zu eröffnen. Die Robert Bosch GmbH bereitet einen substanziellen Arbeitsplatzabbau vor, der die Entlassung Tausender Mitarbeiter vorsieht. Indessen hat die Solarwatt GmbH bereits damit begonnen, ihre Belegschaft zu verkleinern, und bisher 10% ihrer Mitarbeiter entlassen. Im Gespräch ist auch, die Produktion ins Ausland zu verlagern, sollte sich die wirtschaftliche Lage in Deutschland nicht verbessern.

### **Sonderfall Solarindustrie**

Besonders schwer haben es derzeit die europäischen Hersteller von Solarzellen und -modulen, da der Markt mit Billigmodulen aus China überschwemmt wird. So schließt denn auch das Schweizer Photovoltaik-Unternehmen Meyer Burger seine Produktionsstätte für Solarmodule in Freiberg (Deutschland) – wegen „derzeit nicht nachhaltiger Rahmenbedingungen“. Stattdessen ist geplant, in den USA eine 2-Gigawatt-Fabrik und zusätzlich eine 3,5-Gigawatt-Fabrik in Spanien zu errichten. Mit diesem Beispiel von kombinierten Offshoring und Nearshoring sieht der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) den Standort Deutschland benachteiligt. Indes beklagt der Bundesverband für Erneuerbare Energie (BEE), dass die Bedrohung „nicht von mangelnder Wettbewerbsfähigkeit ausgeht, sondern von unfairen Bedingungen, die durch staatliche Förderungen in anderen Ländern geschaffen werden“.

Wacker Chemie, Weltmarktführer in der Produktion von polykristallinem Silizium, dem wichtigsten Grundstoff für Halbleiter und Solarwafer, fokussiert seine Investitionen verstärkt auf die Herstellung von energieeffizienten Spezial- und Folgeprodukten. Dies geschieht vor dem Hintergrund der gescheiterten Verhandlungen mit der EU und der Bundesregierung über niedrigere Strompreise für Großverbraucher, die nur zu einer minimalen Entlastung bei den CO<sub>2</sub>-Emissionen geführt haben. Hinzu kommt, dass Wacker in Europa kaum direkte Kunden hat, die Vorprodukte für Photovoltaikzellen und -module (Ingots und Wafer) herstellen. Wacker Chemie wäre bereit, seine Polysilizium-Kapazitäten in den USA zu erweitern, wenn ausreichende IRA-Investitionszuschüsse gewährt werden und entsprechende Kunden wie Hersteller von Ingots und Wafern vor Ort zur Verfügung stehen.

### **Aktuelle Entwicklung mahnt zur Vorsicht**

Es ist offenkundig, dass die Qualität der Standortfaktoren, die unsere Wirtschaft in der Vergangenheit geprägt haben, Anzeichen einer Verschlechterung offenbart. Dies zeigt sich anhand des geringen Marktwachstums, hoher Energiepreise, ungünstiger Investitionsbedingungen und nicht zuletzt des sich abzeichnenden Mangels an qualifizierten Arbeitskräften in Europa aufgrund des Altersstrukturwandels. Politische Entscheidungen – sowohl auf europäischer als auch nationaler Ebene – könnten dem entgegenwirken. Denn an Maßnahmen, die Deindustrialisierung zu stoppen oder zumindest zu verlangsamen, mangelt es nicht: Investitionsanreize der deutschen Regierung und der Europäischen Kommission direkt in Unternehmen oder entlang der Wertschöpfungskette, ein günstiger Energiemix, Steuer- und Sozialversicherungserleichterungen, weniger Bürokratie, eine bessere Schuldenkontrolle, eine günstigere Handelspolitik oder auch Maßnahmen, um wieder attraktiv für Fachkräfte zu werden.

Ob sich die europäischen Initiativen wie der Green Deal und das Chip-Gesetz in Zukunft positiv auf Investitionen in Europa auswirken, bleibt abzuwarten. Zudem wächst die Befürchtung, dass Unternehmen nicht wegen der Marktattraktivität, sondern nur wegen der angebotenen direkten Subventionen in Europa und insbesondere in Deutschland investieren werden (Reshoring, Nearshoring). Schließlich könnten die Maßnahmen der europäischen und deutschen Industrie den dringend benötigten Schub geben, in einer Zeit, in der wir vor einem der größten Umbrüche der Geschichte stehen: weg von fossilen Brennstoffen hin zu nachhaltiger Energie. Allerdings stehen wir in einem offenen Wettbewerb mit den USA. Wenn wir diesen Wettbewerb nicht verlieren wollen, müssen wir auch unsere Standortfaktoren verbessern. Denn Subventionen allein werden kaum zu einer nachhaltigen Verbesserung führen, zumal deren Finanzierung weitgehend offenbleibt.



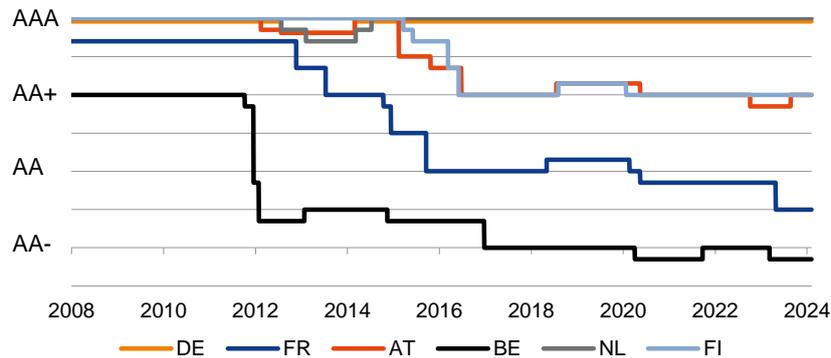
### **Fluch und Segen des sicheren Hafens Deutschlands Staatsverschuldung muss im größeren Kontext beurteilt werden**

Sophia Oertmann, Analystin

**Hoher Investitionsbedarf und schwaches Wachstum haben Diskussionen über die Nachhaltigkeit der deutschen Staatsverschuldung erneut in den Fokus gerückt. Zwar lässt der Finanzmarkt bislang keine Zweifel an Deutschlands Status als sicherer Hafen aufkommen. Allerdings muss man die Staatsverschuldung spätestens seit dem EU-Wiederaufbaufonds im europäischen Kontext beurteilen. Aufschlussreich ist auch ein Blick auf die USA.**

2019 hatte es Deutschland kurzzeitig wieder geschafft – das 60%-Maastricht-Kriterium der Staatsverschuldung wurde nach der Finanzkrise und europäischen Staatsschuldenkrise erneut erreicht. Innerhalb von sieben Jahren war die deutsche Schuldenstandsquote von rund 80% auf nur noch 60% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gefallen und befand sich damit auf einem vorbildlichen Pfad. Erste aufgekommene Überlegungen darüber, wie am Finanzmarkt eine Zukunft mit immer weniger deutschen Staatspapieren aussehen könnte, wurden jedoch durch die Corona- und die Energiekrise im Keim erstickt. Der sprunghafte Anstieg der Verschuldung auf knapp 70% des BIP im Jahr 2020 machte deutlich, wie wichtig die Konsolidierung der Vorjahre gewesen war. Beachtlich ist, dass in der öffentlichen Diskussion über die Staatsverschuldung in der Regel die reine Einnahmen- und Ausgabenseite im Vordergrund steht. Diese Betrachtung greift allerdings zu kurz. Schließlich ist ein entscheidendes Maß die Neu- und Gesamtverschuldung in Prozent der (nominalen) Wirtschaftsleistung. Dadurch sind Wachstum und Inflation ähnlich einflussreiche Stellschrauben wie der Budgetsaldo. Ein Blick auf die Medienlandschaft zeigt, dass in der Wachstumsschwäche mittlerweile die wahre Herausforderung liegt. Wie ist es vor diesem Hintergrund um die Nachhaltigkeit der deutschen Staatsverschuldung bestellt?

**DEUTSCHLAND WEIST EIN DURCHGÄNGIG STABILES AAA-RATING AUF, WÄHREND SICH ANDERE (SEMI-) KERNSTAATEN IN DEN LETZTEN JAHREN LEICHT VERSCHLECHTERT HABEN IN NUMERISCHEN RATINGSTUFEN\***



\*) Durchschnitt der Ratings von Moody's und Fitch; Änderungen des Ausblicks werden im Umfang von 0,3 Ratingstufen berücksichtigt.

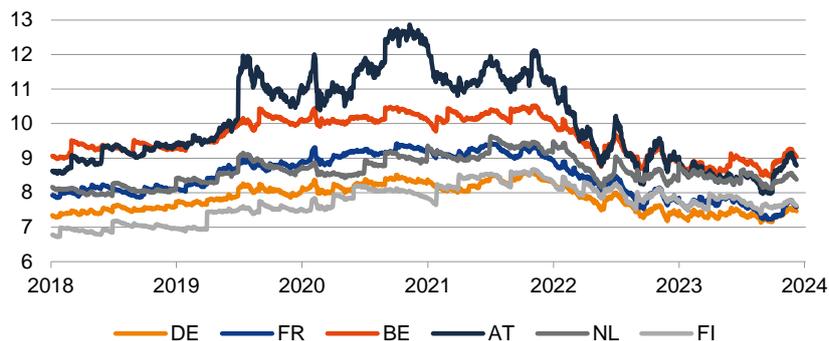
Quellen: DZ BANK, Moody's, Fitch

### Ausgabenlast und Wachstumsschwäche gleichermaßen problematisch

David Ricardo bezeichnete die Staatsverschuldung einst als „schrecklichste Geißel, die je zur Plage der Nation erfunden wurde“. John Maynard Keynes war hingegen davon überzeugt, dass der Staat einer Rezession mit erhöhten Ausgaben begegnen müsse, um für eine antizyklische Konjunkturbelebung zu sorgen. Die wissenschaftlichen Ansichten zur Debatte um die Staatsverschuldung gehen weit auseinander. Fakt ist, dass die großen Ratingagenturen in den 1970er- und 1980er-Jahren damit begonnen haben, Ratings für die Staaten der Europäischen Währungsunion (EWU) auszuweisen, nicht zuletzt, um das Risiko der Staatsverschuldung transparenter zu machen. Seither wird Deutschland ein AAA-Rating attestiert – nur temporär kam es während der Eurokrise zu Absenkungen des Ausblicks auf negativ. Am aktuellen Rand haben die Risiken wieder etwas zugenommen. So spricht S&P davon, dass der mittelfristige Pfad der deutschen Finanzen vor dem Hintergrund der anstehenden Energie-Investitionen und des demografischen Wandels unsicherer geworden sei. Moody's sieht darüber hinaus im langsamen Fortschritt bei der (digitalen) Infrastruktur sowie der Digitalisierung der Verwaltung und Industrie eine Herausforderung für die deutsche Wettbewerbsfähigkeit.

Doch damit nicht genug. Zu der steigenden Ausgabenlast und dem schwächelnden strukturellen Wachstum gesellten sich 2023 auch noch die massiv steigenden Refinanzierungskosten aufgrund der geldpolitischen Wende der Europäischen Zentralbank (EZB) hinzu. Zahlreiche Staaten hatten die vorausgegangene Niedrigzinsphase genutzt, um die Duration (vereinfacht: durchschnittliche Restlaufzeit) ihrer Schulden zu erhöhen und sich damit etwas besser gegen einen möglichen Anstieg der Refinanzierungskosten zu wappnen. Deutschland dagegen setzte vor allem auf eine zunehmende Verschuldung am Geldmarkt (Bundeswertpapiere mit einer Laufzeit von meist zwölf Monaten), um dem krisenbedingt erhöhten Ausgabendruck zu begegnen. Zumindest finanziell rächt sich diese Entscheidung nun und führt dazu, dass Deutschland mit seiner im EWU-Vergleich unterdurchschnittlichen Schuldenduration den Anstieg der Refinanzierungskosten vergleichsweise schneller zu spüren bekommt.

**DEUTSCHLAND HAT DIE JAHRE NIEDRIGER RENDITEN KAUM ZUM DURATIONS-AUFBAU GENUTZT – IM GEGENSATZ ZU ANDEREN (SEMI-) KERNSTAATEN**  
DURATION DER IBOXX LÄNDERINDIZES IN JAHREN



Quellen: Refinitiv, DZ BANK

### Unangefochtener „Safe Haven“

Indes blickt der Finanzmarkt weiterhin mit Gelassenheit auf deutsche Staatsanleihen. Wohl nicht zuletzt deshalb, weil das Land beim Thema Verschuldung im Euroraum als Einäugiger unter den Blinden betrachtet werden kann. Mit einer Schuldenstandsquote von 66% Ende 2022 liegt die Bundesrepublik innerhalb der Eurozone am unteren Ende des Spektrums. Daher fokussieren sich die Sorgen auf Staaten wie Frankreich (112% des BIP) und Italien (142% des BIP), während Deutschland – ganz gleich ob mit 60% oder 70% Staatsverschuldung – als sicherer Hafen gilt. Dementsprechend wirken sich eine Phase schwächeren Wachstums oder die jüngsten Diskussionen über Schattenhaushalte und Schuldenbremse in Deutschland kaum auf die Renditedifferenzen zu den Staatsanleihen der anderen Länder aus. Allein die Tatsache, dass sich Deutschland selbst die Schuldenbremse und damit deutlich strengere Regeln als auf europäischer Ebene gefordert auferlegt, unterstreicht den Status als sicherer Hafen.

### Bei US-Staatsanleihen zeigen sich die Probleme einer hohen Verschuldung bereits

Dennoch gewährt ein Safe-Haven-Status am Finanzmarkt keinen Freifahrtschein für eine hohe Staatsverschuldung – das zeigt das Beispiel der USA, die mittlerweile mit mehr als 120% des BIP verschuldet sind. In den letzten Monaten ist es immer offensichtlicher geworden, wie genau der Finanzmarkt auf das steigende Emissionsvolumen an US-Staatsanleihen (USTs) blickt. Die Ankündigung eines höheren oder niedrigeren Volumens bei den quartalsweisen Daten zur Emissionsplanung führen zu entsprechenden Renditebewegungen, obwohl USTs – nicht zuletzt aufgrund des US-Dollars – weltweit der sichere Hafen Nummer eins sind. Erschwerend hinzu kommen die wiederkehrenden Debatten über die Schuldenobergrenze und drohende Zahlungsausfälle, die nicht zuletzt dazu geführt haben, dass die USA bereits zwei AAA-Ratings bei den großen drei Agenturen verloren haben und bei Moody's aktuell mit AAA (negativ) bewertet werden. Denn neben der Höhe der Staatsverschuldung sind auch die Zuverlässigkeit und Berechenbarkeit eines Schuldners entscheidende Argumente für die Ratingagenturen. Dieser Tatsache sollte sich die deutsche Regierung bei der Debatte um die Schuldenbremse bewusst sein.

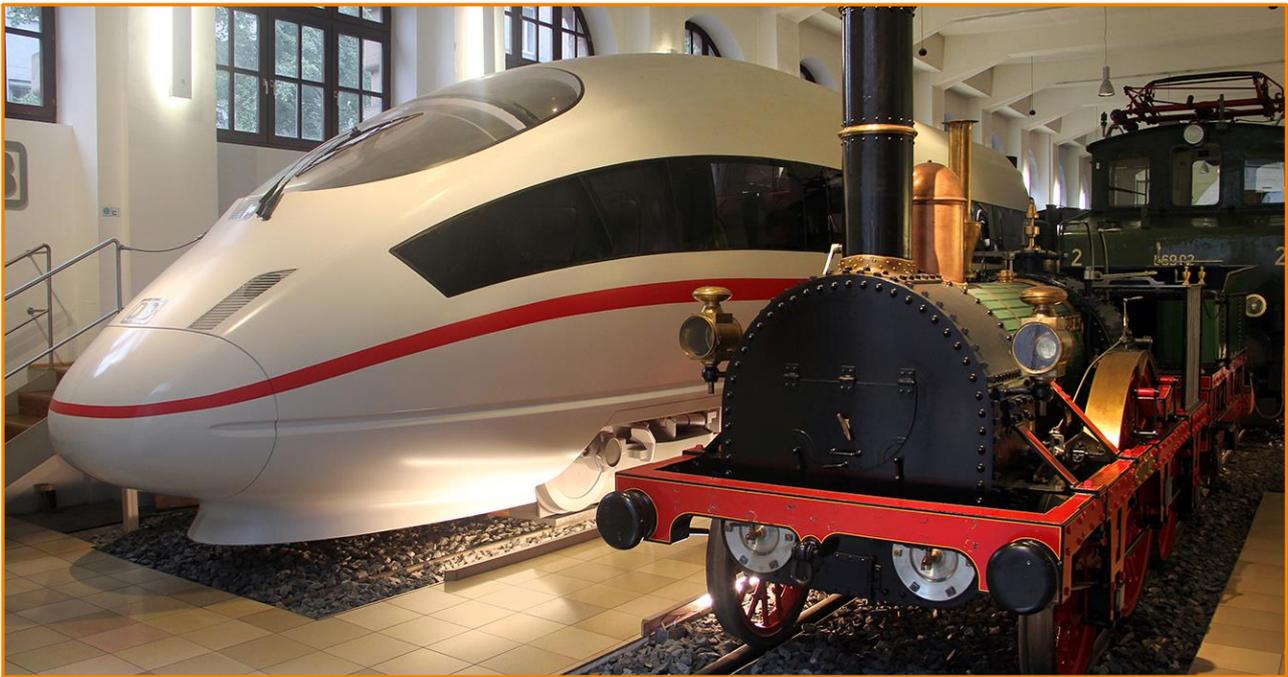
Bislang zeichnet sich für Bundesanleihen aber bei Weitem kein Käufermangel ab. Im Gegenteil: Angesichts der massiven Anleihekäufe der EZB bestand phasenweise sogar die Sorge vor einer Knappheit an hochwertigen Sicherheiten, die unter anderem zu deutlichen Verzerrungen am Repo-Markt (Geschäfte zur kurzfristigen, besicherten Kreditaufnahme) für Bundesanleihen geführt hat. Mit dem Ende der Netto-Anleihekäufe der EZB normalisiert sich die Lage nun wieder, auch wenn die Nachfrage weiterhin stark bleibt. So war die Syndizierung der 30-jährigen Bundesanleihe Ende Januar fast 15-fach überzeichnet.

### Nur im EU-Kontext in Gänze zu beurteilen

Damit bleibt abschließend noch die Frage zu beantworten, ob man die deutsche Staatsverschuldung überhaupt noch isoliert beurteilen kann. Schließlich wurde nicht zuletzt durch den EU-Wiederaufbaufonds Next Generation EU (NGEU) auf europäischer Ebene beim Thema der gemeinschaftlichen Verschuldung ein großer Schritt gemacht. Auf die nationalen Schuldenstandsquoten werden diese EU-Schulden jedoch nicht angerechnet und wecken damit potenziell Begehrlichkeiten.

Für Deutschland ergeben sich aus den EU-Schulden zum einen direkte Zahlungsverpflichtungen, da das Land voraussichtlich weniger Mittel aus NGEU erhalten wird, als es auf EU-Ebene anteilig tilgen muss. Zum anderen entstehen über den Garantiemechanismus auch Eventualverbindlichkeiten. Schließlich wurde nicht nur die Eigenmittellobergrenze, also der maximale Betrag, den die EU von ihren Mitgliedsstaaten einfordern kann, auf 1,4% des Bruttonationaleinkommens (BNE) angehoben. Zusätzlich wurde ein weiterer Spielraum von 0,6% des BNE explizit für den Fall eingeräumt, dass die vorhandenen Ressourcen nicht zur Tilgung der NGEU-Mittel ausreichen sollten. Als problematisch wird hierbei erachtet, dass allein 0,6% des deutschen BNE bei äußerst pessimistischen Annahmen zum künftigen Wirtschaftswachstum ausreichen würden, um die gesamten NGEU-Mittel, also die Zuschüsse und sogar die Kredite, zu tilgen. Diese massive Überzeichnung des Sicherungsvolumens senkt auf der einen Seite die Hürden für eine mögliche weitere gemeinsame Verschuldung in der Zukunft. Auf der anderen Seite besteht das Risiko, dass aufgrund des ausreichend hohen Tilgungsrahmens die Rückzahlung weiter in die Zukunft geschoben wird, da kein konkreter Tilgungsplan festgelegt wurde.

Der europäische Blickwinkel zeigt somit, dass bei der Beurteilung der Nachhaltigkeit der deutschen Staatsverschuldung die Berücksichtigung der EU-Gemeinschaft unerlässlich geworden ist – nicht nur wegen der gemeinschaftlichen Verpflichtungen im Rahmen von EU-Projekten wie NGEU, sondern auch, weil der Finanzmarkt dem relativen Vergleich zwischen den Staaten ein großes Gewicht beimisst. Für den Status Deutschlands als sicherer Hafen dürfte dies Fluch und Segen zugleich sein.



## **Deutschland bald ein „Wohlstandsmuseum“? Über die Zukunft des Landes**

Thomas Kulp, Analyst

**Deutschland, einst bekannt für Stabilität und Wachstum, sieht sich vor herausfordernden Zeiten. Nicht nur stagniert das Wirtschaftswachstum. Hinzu kommen langfristige strukturelle Probleme wie Fachkräfte- und Wohnungsmangel. Hier zeigt das politische System seine Grenzen auf. Um Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, ist echter Veränderungswille nötig.**

In der Vergangenheit konnte man sich in Deutschland auf zweierlei verlassen: eine vorbildliche politische Stabilität und solides Wachstum. Beides machte das Land zur Konjunkturlokomotive, die Europa trotz der globalen Finanzkrise 2008 und später in der Eurokrise mitzog. Damit scheint es allerdings vorbei zu sein. Das reale Bruttoinlandsprodukt liegt nach dem starken Einbruch der Corona-Krise nur knapp über dem Wert vor der Pandemie. Deutlich schneller erholten sich die Eurozone und Großbritannien, vor allem aber die USA. 2023 rutschte Deutschland sogar in eine Rezession – als einzige Industrienation. Und für das laufende Jahr wird ein verhaltenes Wachstum erwartet. Somit steht das Land vor großen Herausforderungen, die sich zu einer (weiteren) Krise auswachsen könnten. Verstärkt wird diese Auffassung durch das Gefühl der Menschen, dass der Staat dem nicht gewachsen ist

### **Lichtblicke am Arbeitsmarkt nur auf kurze Sicht**

Vielen Menschen geht es hierzulande noch verhältnismäßig gut – sie haben einen sicheren Arbeitsplatz und können teils sogar davon ausgehen, dass ihre Gehälter demnächst stärker als die Inflation wachsen. Deutliche Reallohnzuwächse und gleichzeitig fallende Zinsen, die den Konsum und die Investitionen stimulieren, könnten kurzfristig für eine konjunkturelle Aufhellung sorgen.

Gerade in dem Umstand, dass man sich in Deutschland traditionell auf die Arbeitslosenzahl als Krisenindikator fixiert, liegt der Trugschluss: Da die Arbeitslosenquote immer noch niedrig ist (im Februar lag sie bei 6,1%), wird nicht der nötige politische Druck erzeugt, um wichtige Reformen in die Wege zu leiten. Denn nicht jede Krise ist gleich eine Weltwirtschaftskrise, in der ein Großteil der Arbeitnehmer den Job verliert: Selbst während der globalen Finanzkrise 2008 behielten laut dem Kiel Institut für Weltwirtschaft (IfW) mehr als 90% der Beschäftigten ihren Arbeitsplatz. Die hohe

Beschäftigung führt dazu, dass die demografischen Probleme am Arbeitsmarkt in Zeitlupe wahrgenommen werden. Doch dem Land fehlen Arbeitskräfte bei einer immer älter werdenden Gesellschaft.

### Staat verliert an Leistungsfähigkeit

In den vergangenen Jahren hat der Staat einiges an Leistungsfähigkeit eingebüßt. Gerade im öffentlichen Sektor gibt es in zahlreichen Bereichen zu viele bürokratische Auflagen, was die Verwaltung zu unflexibel macht. Zudem ist das Problembewusstsein in der Politik sehr selektiv. Meist sind es Einzelbereiche wie der Anstieg der Energiepreise, die für einige Zeit sehr aufmerksam verfolgt werden. Sicherlich stellen die Energiekosten für Teile der Industrie ein Problem dar. Für die Autobauer, beispielsweise, machen sie aber laut dem IfW Kiel nur rund 4% der Wertschöpfung aus, was einem gesunden Unternehmen keine ernsthaften Schwierigkeiten bereiten sollte.

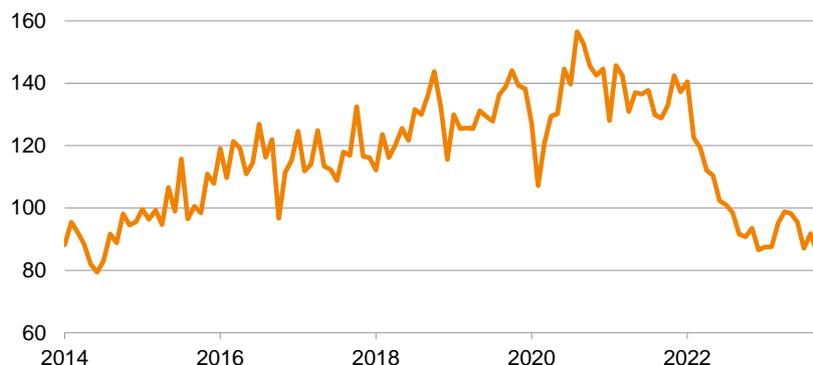
In den letzten zehn Jahre hat sich Deutschland daran gewöhnt, ohne einschneidende Reformen immer noch hinreichend zu funktionieren. Aber irgendwann stößt jedes statische System an seine Grenzen – spätestens wenn sich die äußeren Umstände zusätzlich gravierend ändern. Ein gewisser Rückstand im internationalen Vergleich beispielsweise bei der Digitalisierung konnte zwar hingenommen werden, solange Vorzeigesektoren wie die Automobilbranche glänzten. Die letzte Internationale Automobil-Ausstellung in München zeigte jedoch, dass deutsche Autobauer bei der E-Mobilität nicht die erste Geige spielen. Hier scheinen beispielsweise Unternehmen aus den USA und China, darunter Tesla und BYD, einen guten Schritt voraus zu sein.

### Der Wohnungsmarkt steht ganz oben auf der Problemliste

Neben Demografie, Bürokratie und mangelnder Digitalisierung ist der Wohnungsmarkt eine der größten Baustellen, mit der sich Deutschland konfrontiert sieht. Neue Jobs, die künftig nötig sind, um den Fachkräftemangel abzufedern, entstehen vor allem in den Städten. Hier ist Wohnraum teuer. Dass viele Leute heutzutage von zu Hause aus arbeiten, sorgt zwar für eine gewisse Entlastung. Aber gerade für Berufseinsteiger funktioniert das nicht einwandfrei, erst recht nicht für Menschen, die keinen Bürojob haben. Benötigt wird mehr bezahlbarer Wohnraum auch, damit die Städte sozial durchlässig sind.

Am Bau schwächt sich der Fachkräftemangel aktuell relativ schnell ab, weil viele Projekte storniert werden. Aber auch bei Vollausslastung war die Branche nicht in der Lage, genügend Wohnraum zu schaffen. Es gäbe das Potenzial, fehlende Dienstleistungen aus anderen Ländern zu beschaffen. Geht es jedoch um außereuropäische Firmen, werden oft die bürokratischen Hürden erneut zum Problem, wie etwa die Anerkennung von Qualifikationen. Vieles am Bau liegt in der Zuständigkeit der Länder und Kommunen, was den Handlungsspielraum für die Bundesregierung einschränkt. Allerdings könnten diese Regeln angepasst werden. Hier kommt wieder die Rolle des Staates als Steuerungssystem ins Spiel. Unabhängig davon ist es schwer vorstellbar, dass wie in den 1950er- und 1960er-Jahren jährlich 600.000 Wohnungen geschaffen werden können.

**BAU NEUER WOHNRÄUME GEHT STARK ZÜRÜCK**  
AUFTRAGSEINGÄNGE FÜR NEUE WOHNHÄUSER IN DEUTSCHLAND (INDEX, 2015=100)



Quellen: LSEG, DZ BANK

**Mehr Mut zur Veränderung!**

Mehr Veränderungswille und Risikobereitschaft käme Deutschland zugute. Während hierzulande noch kleine Schritte in der Digitalisierung diskutiert werden, hebt die Künstliche Intelligenz in den USA und anderen Ländern förmlich ab. Weniger risikoaverses Denken wäre durchaus angebracht. Denn es gibt sie, die innovative und digitale deutsche Wirtschaft – abseits der Chemie, der Stahlbranche und der Automobilindustrie. Bleibt alles beim Alten, wird Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit und Produktivität voraussichtlich weiter sinken. Ein Land kann eine ganze Weile auf hohem Niveau stagnieren, hin und wieder mit einer kleinen Rezession ein wenig an Wohlstand verlieren. Irgendwann spielt man aber nicht mehr ganz vorn mit. Und das zeichnet sich schon heute ab: Vor der Finanzkrise war die Wirtschaft der Eurozone annähernd so groß wie die amerikanische. Inzwischen ist die amerikanische um mehr als 50% größer. Somit hat Europa im vergangenen Jahrzehnt bereits vergleichsweise deutliche Wohlstandsverluste hinnehmen müssen.

Wenn alles so bleibt, wäre das gute Szenario, dass sich Deutschland – ähnlich wie Japan – in der Stagnation eine Zeit lang zurechtfindet: Ein alterndes und risikoscheues Land, in dem das meiste irgendwie weiter funktioniert. Zwar gäbe es noch wettbewerbsfähige Unternehmen, aber die Wohlstandsniveaus der Vergangenheit wären passé. Deutschland würde eine Art „Wohlstandsmuseum“ werden, wie es der Präsident des IfW Kiel, Moritz Schularick, jüngst in der FAZ bezeichnete. Im schlimmsten Fall steuert Deutschland wirtschaftlich, politisch und auch sozial auf ein gefährliches und ungewisses Jahrzehnt zu. Mit dem schneller werdenden technologischen Wandel, der grünen Transformation und der verschärften Sicherheitslage erhöhen sich die Hürden für eine erfolgreiche Weiterentwicklung der deutschen Volkswirtschaft. Ohne einen echten Veränderungswillen kann das zur wahren gesellschaftlichen Belastungsprobe werden. Wie die Neue Zürcher Zeitung die aktuelle Lage beschreibt: „Dies ist die eigentliche deutsche Zeitenwende“.



### Alles schlecht – mir geht's gut

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.**

„Na, Jogi, wie ist die Lage?“, wird Diogenes von seinem Freund Sokrates gefragt. Eine völlig harmlose Frage, aber erstens zuckt Diogenes immer zusammen, wenn man ihn Jogi nennt, und zweitens findet er gerade solche einfachen Fragen oft anstrengend und muss lange überlegen. Vor allem wenn sie von so cleveren Typen wie Soki kommen, der meistens Hintergedanken hegt.

„Mir geht's gut – danke der Nachfrage.“ Die kalte und nasse Jahreszeit hat Diogenes soweit unbeschadet überstanden. Er freut sich darüber, dass nach dem vielen Regen in diesem Jahr die Bäume genug zu trinken haben werden, und dass in der Kälte die Christosen draußen weitaus gesünder aussehen als im letzten Sommer. Da er nicht für einen Egoisten gehalten werden will, fügt er hinzu, dass auch von Familie und Freunden nichts Schlechtes zu berichten ist. Spiro hat einen neuen Job, der ihm Spaß macht. Takis freut sich darauf, in ein paar Monaten in Rente gehen zu dürfen. Und Petros und Anna haben sich entschlossen zu heiraten. Also alles bestens.

Soki erwartet aber immer den Blick auf das große Ganze. Also zeigt Diogenes seinem Freund auf dem Smartphone eine Weltkarte, in der aktuelle kriegerische und bewaffnete Konflikte markiert sind. Große Teile Asiens und Lateinamerikas und fast ganz Afrika sind da rot bis tiefrot. Dort fallen die Menschen zu Tausenden Kriegen und Terror zum Opfer, und zu Millionen leben sie in Armut oder in Angst. Dann zeigt er eine andere Weltkarte, mit Simulationen der Erderwärmung. In der Arktis steigen die Temperaturen da so stark, dass das Eis schmilzt und weltweit küstennahe Gebiete und viele Inseln überschwemmt werden. Zig Millionen von Menschen müssen umgesiedelt werden. Ziemlich katastrophal.

Also im Kleinen alles gut, im Großen alles schlecht? Schauen wir doch einmal auf das Mittlere – also von uns aus gesehen Deutschland und seine Nachbarländer: Da halten sich Kriege und Terror wie auch Klimarisiken ziemlich im Rahmen. Wir sind aber natürlich schon auch davon betroffen. Unruhen sind schlecht für den Welthandel, deshalb wird auch bei uns vieles knapper und teurer. Mehr Menschen in anderen Ländern wollen oder müssen auswandern, auch nach Deutschland, und wenn es zu viele werden, gibt es hier Probleme. Und nicht zuletzt (Diogenes wird ja nicht ohne Grund der Schule der Zyniker zugerechnet): Die Urlaubsländer, wo man sich noch sicher fühlen kann, werden knapp. Das ist aber alles noch zu verkraften, meint Diogenes.

Er ärgert sich sehr wohl über hausgemachte Probleme: Vieles in Deutschland funktioniert zurzeit nicht so, wie wir es gewohnt sind. Zum Beispiel Eisenbahn, Behörden, Schulen, Krankenhäuser, Kindertagesstätten. Woran liegt das? Diogenes glaubt nicht daran, dass wir „das nicht mehr können“. Er denkt auch nicht, dass die Menschen, die da arbeiten und managen, besonders unfähig, faul oder böswillig sind. Vielmehr sind die meisten Probleme Folge früherer politischer oder unternehmerischer Entscheidungen, die sich im Nachhinein als Fehler herausgestellt haben.

Kürzlich hat er gelesen, dass der Lehrermangel an den Grundschulen sich in den nächsten zehn Jahren in einen Überschuss umkehren wird, weil die Schülerzahlen voraussichtlich stärker sinken als in den bisherigen Projektionen angenommen – was wiederum mit dem schwer kalkulierbaren Schwanken der Zuwanderung zu erklären ist. Ein Beispiel dafür, dass eben in Zeiten schnellen gesellschaftlichen Wandels die Prioritäten nicht immer schnell genug angepasst werden können.

Nicht so verständnisvoll ist Diogenes hinsichtlich der Probleme der Eisenbahn. Dass da jahrelang die Infrastruktur vernachlässigt wurde, ist schwer zu entschuldigen. Nun wird der Mangel angepackt, nur eben mit der Komplikation, dass die nötigen Bauarbeiten den Bahnverkehr auf lange Zeit zusätzlich behindern.

Allen schlecht funktionierenden Bereichen gemeinsam ist die Personalknappheit. Und dann streiken die auch noch! So ärgerlich das ist, ist es doch ein Teil der Problemlösung. Denn Diogenes scheint es unausweichlich, dass der Job des Straßenbahnfahrers, des Altenpflegers, des Müllmanns und viele andere Knochenjobs mehr Anerkennung bekommen und besser bezahlt werden. Dafür werden zum Beispiel Unternehmensberater, Juristen und Banker (sorry), deren Reputation ja schon im Schwinden begriffen ist, auch beim Einkommen zurückstecken müssen. (Der Berufsstand des Philosophen ist ein Sonderfall – die haben zu allen Zeiten hohe Anerkennung, aber wenig Bezahlung erfahren.)

Ist die Lage jetzt also gut? Schlecht? Weder noch? Soki ist trotzdem mit der Antwort zufrieden. Als Philosophen können Soki und Jogi mit unaufgelösten Widersprüchen gut umgehen. Die alten Griechen haben schließlich die Dialektik erfunden – „die Wissenschaft von dem, was wahr, von dem, was falsch, und von dem, was keins von beiden ist.“

# Hinweise

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

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

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

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

# Impressum

## Herausgeber

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

## Vertreten durch den Vorstand

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

## Sitz der Gesellschaft

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

## Aufsicht

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

## Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

## Sicherungseinrichtungen

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

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

## Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2024

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der  
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 15. März 2024

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

### 1. Verantwortliches Unternehmen

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

#### 4.3 Aktienindizes

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

#### 4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

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

#### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

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

## 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

## 3. Strategie Covered Bonds

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

## 4.6 Derivate

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

## 4.7 Rohstoffe

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

## 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

<b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>	zwölf Monate
Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):	ein Monat
Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):	drei Monate
<b>Aktienindizes (fundamental):</b>	drei Monate
<b>Währungsräume:</b>	sechs bis zwölf Monate
<b>Gewichtung von Marktsegmenten:</b>	sechs Monate
<b>Gesamtmarktstrategie</b>	sechs Monate
<b>Branchenstrategie Unternehmensanleihen</b>	sechs Monate
<b>Strategie Covered Bonds:</b>	sechs Monate

**Derivate**  
 (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat  
**Rohstoffe:** ein Monat

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

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

## 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

### 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## II. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:  
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.  
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:  
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.  
Die Weitergabe von Sonstigen Research-Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.  
Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.
- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.  
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.  
Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder

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

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information von Markit Indices GmbH**

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

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

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

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information von 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.