



# Kapitalmarkt

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



## Quartalsrundblick

### Finanzmärkte reagieren auf Trumps Wahlsieg

#### Im Blickpunkt

- » 2024 war ein turbulentes Jahr
- » Chancen und Risiken im Jahr 2025
- » Von vier Erfolgsaussichten und sechs Herausforderungen

#### Konjunktur Deutschland

- » ifo Index weist auf kraftlose Wirtschaftsentwicklung hin
- » GfK-Verbrauchervertrauen stabilisiert sich zuletzt leicht
- » Inflation in Deutschland ist im Dezember gestiegen

#### Aktienmärkte

- » DAX im Dezember in Rekordlaune
- » Holpriges erstes Halbjahr 2025 voraus
- » Künstliche Intelligenz unterstützt Aktienkursentwicklung

#### Rentenmärkte

- » Fed dürfte im Frühjahr ihren Leitzinssenkungszyklus beenden
- » Bund-Renditen im Sog weiter steigender US-Treasury-Renditen
- » EWU-Zinsstrukturkurve wird wohl steiler werden

#### Devisenmärkte

- » Der US-Dollar lässt gegenüber dem Euro die Muskeln spielen
- » Yen könnte dem Greenback 2025 Paroli bieten
- » Schweizer Franken leicht schwächer zum Euro erwartet

#### Rohstoffmärkte und Digital Assets

- » Brent-Rohöl auf Jahressicht volatil seitwärts um 75 US-Dollar
- » Gold sollte Kurs auf die 3.100-US-Dollar-Marke nehmen
- » Bitcoin: 100.000-US-Dollar-Marke geknackt – kommt die US-Bitcoin-Reserve?

## WERTPAPIERE

quartalsweise  
Fertiggestellt:  
10.1.2025 13:49 Uhr

## INHALT

<b>RÜCKBLICK AUF Q4 2024 UND AUSBLICK AUF DAS JAHR 2025</b>	<b>2</b>
Im Blickpunkt: Die Chancen und Herausforderungen im Jahr 2025	4
Konjunktur Deutschland: Kraftlos zu Jahresbeginn	6
Aktienmärkte: Nach holprigen erstem Halbjahr 2025 aufwärts	7
Rentenmärkte: Zinsstrukturkurve dürfte steiler werden	8
Devisenmärkte: Wer kann dem erstarkten Dollar Paroli bieten?	9
Rohstoffe und Kryptos: Rohöl seitwärts, Gold glänzt, Bitcoin in Hochform	10
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>13</b>

Ersteller:  
Christoph Müller, ANALYST  
Marcel Heinrichsmeier, ANALYST

## RÜCKBLICK AUF Q4/2024 UND AUSBLICK AUF DAS JAHR 2025

Mit dem Sieg Donald Trumps am 5. November wurden die Karten für die (globale) Konjunktur und die Finanzmärkte neu gemischt. Der Euro hatte zum US-Dollar im Schlussquartal 2024 das Nachsehen und beendete das Jahr bei Niveaus um 1,04 US-Dollar. Die Erwartung geringerer US-Zinssenkungen spielte dem Greenback in die Hände. Zeitgleich stiegen die Renditen der zehnjährigen US-Treasuries, deren Sogwirkung sich auch die Bund-Renditen nicht entziehen konnten. Mit dem Bruch der Ampelkoalition ist zwar ein weiteres Event-Risiko für die deutschen Aktienmärkte hinzugekommen, der deutsche Leitindex hat es im Schlussquartal 2024 aber geschafft, diesen Widrigkeiten zu trotzen und stieg zeitweise auf über 20.520 Punkten damit ein neues Allzeithoch. Weder eine Regierung auf Abruf und Rezessionsorgen noch die Negativschlagzeilen aus der deutschen Automobilbranche konnten das Stimmungsbild nachhaltig trüben. Tatsächlich erwirtschafteten die im deutschen Leitindex gelisteten Unternehmen einen Großteil ihrer Umsätze im Ausland, allein 30% entfallen auf die USA. Folglich haben auch deutsche Unternehmen die Chance, von den geplanten Steuersenkungen in den USA merklich zu profitieren. Eine schwache hiesige Konjunktur mag vor diesem Hintergrund zwar nicht wünschenswert sein. Für den Aktienkurs spielen allerdings globale Entwicklungen die erste Geige.

Für Aufsehen sorgten im Schlussquartal auch der Goldpreis, der auf ein neues Allzeithoch bei 2.790 US-Dollar stieg, und der Bitcoin, der die 100.000-US-Dollar-Marke – getrieben von der kryptofreundlichen Einstellung des neuen US-Präsidenten – hinter sich ließ.

Das Jahr 2025 dürfte aus konjunktureller Sicht im Zeichen der Auswirkungen der neuen Wirtschaftspolitik von Donald Trump stehen. Der globale Konjunkturausblick auf die kommenden beiden Jahre hat sich mit der Aussicht auf eine wesentlich protektionistischere Handelspolitik unter dem designierten US-Präsidenten Trump erkennbar eingetrübt. Problematisch ist, dass Trump Zolldrohungen als Druckmittel einsetzen will, um in völlig anderen Politikbereichen Zugeständnisse zu erzwingen. Dabei scheint kaum ein Land „sicher“ zu sein. Eine lähmende Verunsicherung könnte die Folge sein. Exportabhängige Volkswirtschaften wie China und Deutschland dürften unter Trumps Zollpolitik besonders leiden. Ein schwächeres Wachstum in China hat darüber hinaus weltweite Auswirkungen durch eine gedrosselte Importnachfrage der Volksrepublik nach Vorprodukten und Rohstoffen. 2025 ist allerdings zunächst mit vorgezogenen Handelsströmen zu rechnen, die das Wachstum in den ersten Monaten beleben dürften.

Es ist davon auszugehen, dass sich die zehnjährige Bund-Rendite auch in den kommenden Monaten den US-Vorgaben nicht entziehen kann. Angesichts einer ungezügelter US-Fiskalpolitik (Steuersenkungen / höhere Verschuldung) rechnen wir am langen Ende mit einem deutlich höheren Renditeniveau in den Vereinigten Staaten. Die Aufwärtsbewegung der Bund-Rendite dürfte aber auch durch fiskalische Risiken auf deutscher Seite gestützt werden. So wird wohl eine Regierung unter Donald Trump darauf drängen, dass Europa – und damit auch Deutschland – mehr Verantwortung für die eigene Verteidigung übernimmt.

Der Euro ist gegenüber dem US-Dollar schwach ins neue Jahr gestartet. Die Erwartung geringerer US-Zinssenkungen, ein durch die Senkung der US-Unternehmenssteuern zunächst prognostiziertes höheres US-Wachstum und die für die Eurozone zu erwartenden US-Zollerhöhungen belasten den Euro. Ein Kursrutsch auf die Parität sollte nur eine Frage der Zeit sein. Auf Sechsmontatssicht erwarten wir ein Niveau von 0,97 US-Dollar, ehe dem Euro eine leichte Erholung gelingen könnte.

**Trump hat US-Wahl gewonnen**

**Euro fiel auf rund 1,04 US-Dollar**

**Bund-Renditen zogen zum Jahresende leicht an**

**DAX erreichte ein neues Allzeithoch**

**Gold erreichte Rekorde, Bitcoin stieg auf über 100.000 US-Dollar**

**Protektionismus als Bürde für die Weltwirtschaft**

**Bund-Renditen haben am langen Ende haben weiteres Aufwärtspotenzial**

**Euro-Dollar: Kursrutsch leicht unter die Parität wahrscheinlich**

Für die Aktienmärkte dürfte 2025 ein herausforderndes Jahr werden. So sollte ein Donald Trump im Weißen Haus mit seiner Wirtschafts- und Handelspolitik dafür sorgen, dass neben der US-Konjunktur auch die weltwirtschaftliche Entwicklung spätestens ab Mitte 2025 leidet, während die US-Inflationsrate und Renditen weltweit steigen. Für den US-Aktienmarkt ist die Aussicht auf niedrigere Unternehmenssteuern unterdessen eine erfreuliche Nachricht. In Kombination mit robusten Gewinnen und weiteren Impulsen durch das Thema KI wird der S&P 500 bis Ende 2025 die Marke von 6.900 Zählern erreichen. Besonders von der Wachablösung im Weißen Haus dürften Unternehmen aus der Finanzbranche und dem Bereich der fossilen Energieträger profitieren. So hat Trump nicht nur eine Deregulierungswelle angedeutet, er hält auch wenig von Umweltschutz.

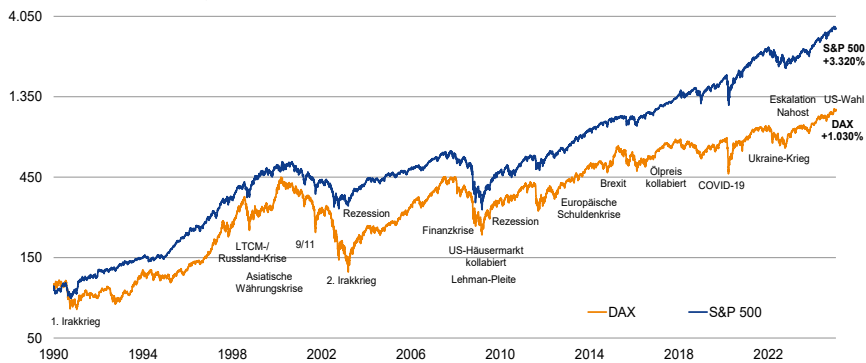
**Für die Aktienmärkte wird 2025 ein herausforderndes Jahr**

Während wir dem Rohölpreis der Sorte Brent auf Jahressicht nicht mehr als eine volatile Seitwärtsbewegung zutrauen, sollte Gold auch 2025 glänzen. Zwar sollten die Kursgewinne nicht mit dem starken Jahr 2024 mithalten können, als Gold rund 30% zugelegt hat, gegen Ende 2025 sollte der Goldpreis aber bei rund 3.100 Dollar je Feinunze stehen. Insbesondere die anhaltend hohe Nachfrage der Zentralbanken, aber auch das Interesse privater Investoren ist in Zeiten geopolitischer Krisen stark.

**Rohölpreis volatil seitwärts, Gold dürfte auch 2025 glänzen**

#### Beeindruckende Aktienperformance – allen Krisen zum Trotz

Indiziert: 01/1990 = 100, inkl. Dividenden



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Last but not least wird wohl auch der Bitcoin die Anleger in Atem halten: Nach seinem Höhenflug auf über 100.000 US-Dollar, der von der zu erwartenden kryptofreundlicheren Politik Trumps ausgelöst wurde, haben zuletzt gestiegene US-Staatsanleiherenditen als Stimmungsbremse gewirkt. Bei aller aktuellen Euphorie rund um die neue US-Administration könnten weiter steigende Alternativrenditen im Jahr 2025 zumindest zu einem Stolperstein oder Bremsklotz für Bitcoin und Co. werden. Aus diesem Grund sollten Anleger die Geldpolitik vor allem der US-Notenbank, aber auch anderer wichtiger Zentralbanken genau im Auge behalten.

**Steigende US-Staatsanleiherenditen als Euphoriebremse für den Bitcoin?**

## Im Blickpunkt: Die Chancen und Herausforderungen im Jahr 2025

Nach einem turbulenten Jahr mit vielen Auf und Abs dürfte 2025 nicht weniger spannend werden. Zwar sind wir uns zahlreicher Risiken ebenso bewusst wie etlicher Chancen. Aufgrund einer fehlenden Greifbarkeit oder einer zu geringen Eintrittswahrscheinlichkeit schaffen es diese jedoch teils nicht in die Prognosen der Hauptszenarien. Dies ändert nichts daran, dass im Fall der Fälle mit signifikanten Auswirkungen auf volkswirtschaftlicher Ebene sowie für die internationalen Finanzmärkte zu rechnen wäre. Die nachfolgende Liste an Chancen („E“) und Risiken („H“) erhebt dabei keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Vielmehr soll sie für die Tragweite einzelner Entwicklungen sensibilisieren – egal ob auf geo- und wirtschaftspolitischer Ebene oder mit Blick auf spezifische Finanzmarktentwicklungen.

### Chancen 2025 – „die vier Erfolgsaussichten“

Auf politischer Ebene ist **Europa vor allem stark, wenn alle Institutionen, darunter EU-Kommission, EU-Parlament sowie Staats- und Regierungschefs, an einem Strang ziehen**. So ließen sich nicht nur bedeutende Maßnahmen zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit vorantreiben. Zugleich würde die Verhandlungsposition gegenüber den USA gestärkt. Eine starke EU-Familie könnte bedeutende Hemmnisse für die Wirtschaft und insbesondere Unternehmen zurückdrängen, wodurch unter anderem die Investitionsbereitschaft begünstigt würde.

Einen bedeutenden Einfluss auf die Einigkeit und die Handlungsfähigkeit Europas dürfte der künftigen Bundesregierung zukommen. Um die altgediente Führungsrolle beanspruchen zu können, ist eine **starke deutsche Wirtschaft** die Grundvoraussetzung. Hierfür müssen **wichtige Reformen und Investitionen** angegangen werden. Letzteres betrifft beispielsweise die Infrastruktur, Digitalisierung, Bildung und E-Mobilität – im besten Fall in einer Kombination aus staatlichen und privaten Geldern.

Gelingt es der künftigen Bundesregierung, die richtigen Akzente zu setzen, könnte eine Aufbruchstimmung erzeugt werden, die der **Konsumlaune der deutschen Bevölkerung auf die Sprünge hilft**. Luft, eine Aufhellung der Konsumneigung umzusetzen, besteht bei den deutschen Bürgerinnen und Bürgern angesichts einer Sparquote oberhalb von 10% ausreichend.

Unter einem schwächelnden Binnenkonsum leidet auch die chinesische Volkswirtschaft. Um **China wieder als globale Wachstumslokomotive** zu etablieren, genügt das zuletzt auf den Weg gebrachte Konjunkturpaket zwar nicht. Allerdings setzen einige Beobachter darauf, dass dies nur der erste Schritt in Richtung tiefergehender Reformen darstellen könnte. Sollte dies geschehen, besteht die Chance, dass der Binnenkonsum des Landes mehr Zugkraft für die globale Wirtschaft entwickelt.

### Risiken 2025 – die „sechs Herausforderungen“

Ein keineswegs neues, aber weiterhin präsent Risiko ist die (weitere) militärische Eskalation vorherrschender Konflikte. Bislang haben die Finanzmärkte zwar alles in allem gelassen auf die Entwicklungen im Osten Europas und im Nahen Osten reagiert. Im Fall einer **physischen Beeinträchtigung der globalen Rohölversorgung sowie eines – absichtlichen oder versehentlichen – direkten Angriffs Russlands auf benachbarte NATO-Staaten** könnte dies jedoch ändern und eine **dauerhaft hohe Risikoaversion an den Finanzmärkten** nach sich ziehen.

Beinahe schon in den Hintergrund gerückt, deswegen aber nicht minder spannungsgeladen, ist der Dauerkonflikt zwischen der Führung in Peking und Taiwan. Eine zwangsweise **Annexion der Inselrepublik durch Peking würde die Schutzmacht**

### 2024 war turbulentes Jahr

**Einigkeit: Mitglieder der Europäischen Union ziehen an einem Strang**

**Eifer bei Reformen: Künftige Bundesregierung geht zentrale Punkte an**

**Einkaufstour: Deutsche Verbraucher geben Zurückhaltung auf**

**Erfolgsrezept: China findet den Schlüssel zu massiver Konjunkturerholung**

**Hostilität: Feindseligkeiten auf militärischer Ebene eskalieren weiter**

**Herrschaftsanspruch Pekings gegenüber Taiwan**

**USA auf den Plan rufen und eine direkte Konfrontation zweier militärischer Großmächte in der Region** nach sich ziehen. Eine weitere Vertiefung der ohnehin voranschreitenden Blockbildung auf geopolitischer Ebene (Demokratien gegen autoritäre Regime) wäre die Folge – inklusive bedeutender Bremsspuren in der weltwirtschaftlichen Entwicklung.

Selbst ohne kriegerische Auseinandersetzung zwischen wirtschaftlich bedeutenden Nationen steht es um die globalen Handelsbeziehungen derzeit alles andere als gut. Angesichts des bevorstehenden Amtsantritts des designierten US-Präsidenten Trump droht nicht nur eine **Spirale von Zöllen und Gegenzöllen** zwischen den USA und bestehenden Handelspartnern. Vielmehr besteht die Gefahr, dass sich Handelskonflikte auf andere Länder ausweiten. Eine massive Beschleunigung der De-Globalisierung, sowohl beim Absatz als auch bei den Lieferketten und der Produktion, würde einen erheblichen Wohlstandsverlust gerade für Industrienationen bedeuten.

Verstärkt in den Mittelpunkt rückt mit dem angehenden US-Präsidenten Trump die Haushaltssituation des Landes. Selbiges gilt für Frankreich, wo die Regierung Barnier am **Haushalt für 2025** gescheitert ist. In Deutschland genügten bereits anhaltende Diskussionen um eine Lockerung der Schuldenbremse, um Spekulationen über einen drohenden Verlust der AAA-Bonität aufkeimen zu lassen. Gerade ein erheblicher Reputationsverlust Deutschlands hätte Folgen für den gesamten Euro-Raum. Mit einem deutlichen Anstieg des allgemeinen Renditeniveaus an den Rentenmärkten in Deutschland und auch in der EWU wäre zu rechnen. Das Pendant zu den Bundesanleihen stellen auf globaler Ebene US-Staatsanleihen dar. Ein signifikanter globaler Renditeanstieg würde eine zusätzliche Bürde für die ohnehin angeschlagene Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft darstellen.

Das Vertrauen in die deutsche Bonität dürfte unter anderem davon abhängen, inwieweit nach der Bundestagswahl eine **handlungsfähige Regierung das Ruder in Berlin** übernimmt. Geht es nach den Umfragen, dürfte die Suche nach einem neuen Bündnis nicht gerade einfach werden. Zumindest für die wirtschaftlichen und politischen Perspektiven Deutschlands sowie des Euroraums wären weitere Jahre ohne klare Linie und Vorgaben bei den Rahmenbedingungen aus Berlin alles andere als wünschenswert – von den notwendigen Reformen, darunter ein Abbau der Bürokratie, ganz zu schweigen.

Sorgte die deutsche Politik in den vergangenen Monaten meist nicht gerade für positive Stimmung an den weltweiten Finanzmärkten, ließ das Thema Künstliche Intelligenz (KI) die Herzen der Anleger an den Aktienmärkten im Technologiebereich ein ums andere Mal höherschlagen. Die Kehrseite der Medaille sind mittlerweile teils ambitionierte Bewertungsniveaus. Immer wieder wird der Vergleich zur geplatzten Dotcom-Blase gezogen. Dass wir diesen für überzogen halten, ändert nichts daran, dass **nachhaltig aufkeimende Zweifel am langfristigen Siegeszug Künstlicher Intelligenz** einen deutlichen Kurseinbruch an den weltweiten Aktienmärkten nach sich ziehen könnten. Insbesondere in den USA würde der für die Konjunktur wichtige Konsum wohl spürbar beeinträchtigt.

**Handelskonflikt mit globalem Ausmaß**

**Haushaltsdefizite im Fokus – globaler Anker für die Finanzmärkte in Gefahr**

**Hängepartie nach Bundestagswahl im Kern Europas**

**Hoffnungen über Siegeszug Künstlicher Intelligenz lösen sich in Luft auf**

## Konjunktur Deutschland: Kraftlos zu Jahresbeginn

Jüngste politische Ereignisse wie die Wahl von Donald Trump und das Ende der Ampelregierung in Deutschland haben erkennbar auf die Stimmung von Unternehmen und Verbrauchern in Deutschland gedrückt. Nach zaghaftem Optimismus im Oktober haben sich wichtige Umfrageindikatoren wie das ifo Geschäftsklima wieder eingetrübt.

Nach einer aktuellen Umfrage des ifo Instituts haben die Unternehmen ihre Investitionspläne deutlich gekürzt: Die ifo Investitionserwartungen für das zu Ende gegangene Jahr sind im November auf minus 9,0 Punkte gefallen, nach minus 0,1 Punkten im März. Anscheinend halten sich die Firmen wegen der strukturellen Standortprobleme und der hohen Unsicherheit über die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen bei ihren Investitionen zurück. Auch für das Jahr 2025 planen die Unternehmen weniger Investitionen. Der Saldo für 2025 deutet mit minus 6,6 Punkten jedoch an, dass der Rückgang geringer ausfällt als 2024.

Die Konsumstimmung in Deutschland hat sich nach Angaben der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) zum Jahresende 2024 kaum erholt. So lag der GfK-Konsumklima-Index im Dezember 2024 bei einem Indexwert von minus 23,1 Punkten. Für Januar 2025 prognostiziert die GfK für das Konsumklima einen Wert von minus 21,3 Punkten und somit eine leichte Verbesserung bei der Verbraucherstimmung. Laut der GfK-Konsumklimastudie wuchsen im Dezember die Indikatoren für die Anschaffungsneigung und die Einkommenserwartung. Gründe hierfür können die gestiegenen Realeinkommen, die hohe Zahl der Erwerbspersonen und die Erwartung mittelfristiger politischer Reformen durch die am 23. Februar neu zu wählende deutsche Regierung sein.

Die deutsche Inflationsrate (HVPI) wird im Dezember 2024 nach einer ersten Schätzung 2,9% betragen. Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) nach bisher vorliegenden Ergebnissen weiter mitteilt, stiegen die Verbraucherpreise gegenüber November 2024 um 0,7%. Im Jahresdurchschnitt 2024 wird die Inflationsrate voraussichtlich bei 2,5% liegen. Dabei gehen die noch höheren Preise insbesondere auf die Energiekomponente zurück. In den vergangenen Monaten war diese stark gefallen, allerdings läuft dieser Basiseffekt nun langsam aus, sodass die Energiepreise, wie alle anderen Komponenten auch, wieder mit zu einem Anstieg beitragen.

Insgesamt dürfte die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr nur geringfügig wachsen. Für ein kräftigeres Wachstum wäre eine stärkere Belebung der Außenwirtschaft sowie eine Umsetzung notwendiger Reformen in Deutschland vonnöten.

**Stimmung ist nach Wahlsieg Trumps schlechter geworden**

**Unternehmen kürzen Investitionspläne**

**GfK Verbrauchervertrauen stabilisiert sich geringfügig**

**Inflationsrate im Dezember gestiegen**

**BIP dürfte 2025 nur leicht zulegen**

## Deutschland Konjunkturprognose

	2024e	2025e	2026e
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>
Privater Verbrauch	0,6	0,5	0,3
Staatsverbrauch	2,0	1,5	1,1
Investitionen	-3,4	-2,7	1,0
Export	0,2	1,3	0,1
Import	-1,0	0,9	0,6
<b>Inflationsrate (HVPI)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK

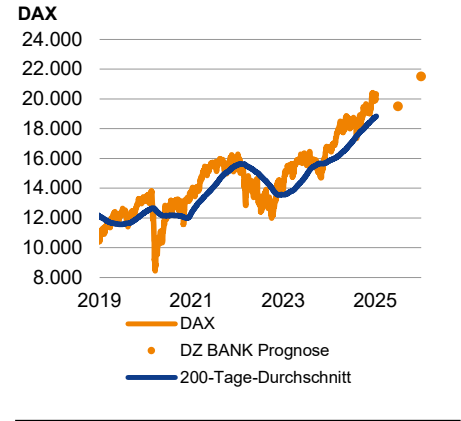
**Aktienmärkte: Nach holprigem ersten Halbjahr 2025 weiter aufwärts**

Erstmals seit seiner Gründung im Jahr 1988 konnte der deutsche Leitindex DAX im Dezember die Marke von 20.000 Punkten zeitweise hinter sich lassen. Auslöser hierfür waren zum einen zeitweilige Hoffnungen auf weitere Leitzinssenkungen in den USA und Europa, die rückläufige Renditen nach sich zogen. Zudem fielen Handelsbeschränkungen der Biden-Administration gegenüber Exporten von Technologiegütern nach China weniger drastisch aus als im Vorfeld teilweise erwartet wurde. Hinzu kamen Meldungen aus dem Reich der Mitte, wonach sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe im November unerwartet deutlich aufhellte.

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

Nach einem überzeugenden Aktienjahr 2024 treffen die Blue-Chip-Indizes dieser Welt auf Jahressicht auf ein herausfordernderes Umfeld. So dürfte ein Donald Trump im Weißen Haus mit seiner Wirtschafts- und Handelspolitik dafür sorgen, dass neben der US-Konjunktur auch die weltwirtschaftliche Entwicklung spätestens ab Mitte 2025 leidet, während die US-Inflationsrate und Renditen weltweit steigen. Für den US-Aktienmarkt ist die Aussicht auf niedrigere Unternehmenssteuern unterdessen eine erfreuliche Nachricht. In Kombination mit robusten Gewinnen und weiteren Impulsen durch das Thema KI dürfte der S&P 500 bis Ende 2025 die Marke von 6.900 Zählern erreichen. Besonders von der Wachablösung im Weißen Haus sollten Unternehmen aus der Finanzbranche und dem Bereich der fossilen Energieträger profitieren. So hat Trump nicht nur eine Deregulierungswelle angedeutet, er hält auch wenig von Umweltschutz.

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



Quelle: FactSet, DZ BANK

**DAX trotz den heimischen Widrigkeiten**

**Herausforderndes Umfeld für Aktien**

**Nach volatiltem ersten Halbjahr steigende Notierungen zu erwarten**

**Indexprognose DZ BANK**

Land	Index	Stand vom 1.10.2024	Stand vom 9.1.2025	Prognose zum 30.06.205	Prognose zum 31.12.2025
Deutschland	DAX	19.213	20.317	19.500	21.500
Europa	Euro Stoxx 50	4.954	5.018	4.900	5.200
USA	S&P 500	5.709	5.918	6.500	6.900

Quellen: FactSet, DZ BANK

### Rentenmärkte: Zinsstrukturkurve dürfte steiler werden

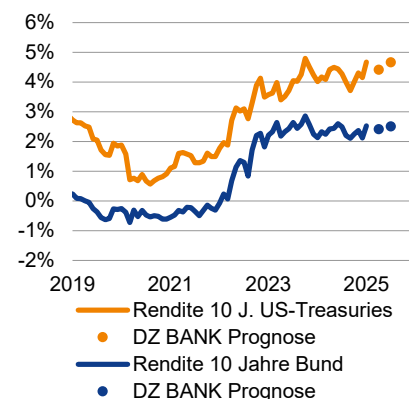
Vor allem durch die Wahl von Donald Trump zum 47. US-Präsidenten hat sich die Zahl der Event-Risiken für den Rentenmarkt erhöht. Diese führten dazu, dass die zehnjährigen Bund-Renditen im Sog der US-Treasuries anstiegen. Insgesamt verzeichneten diese damit im Jahr 2024 einen moderaten Anstieg von rund 30 Basispunkten und widersetzten sich dem Trend fallender Leitzinsen der EZB. Die Bund-Kurve kehrte dadurch aus ihrer Inversion im 2J/10J-Kurvenspread zu einer normalen Kurve zurück. Der Spread stieg im Jahr 2024 um rund 70 Basispunkte an.

Es ist davon auszugehen, dass sich die zehnjährige Bund-Rendite auch in den kommenden Monaten den US-Vorgaben nicht entziehen kann. Angesichts einer ungezügelt gelagerten US-Fiskalpolitik (Steuersenkungen / höhere Verschuldung) rechnen wir am langen Ende mit einem deutlich höheren Renditeniveau in den Vereinigten Staaten. Zudem könnten die angedrohten US-Importzölle zu einer erhöhten US-Inflation führen, wenn die US-Unternehmen diese Kosten an die Verbraucher weitergeben. Mithin sollte der US-Zinssenkungszyklus in seine Spätphase eintreten.

Die Aufwärtsbewegung der Bund-Rendite könnte aber auch durch fiskalische Risiken auf deutscher Seite gestützt werden. So dürfte eine Regierung unter Donald Trump darauf drängen, dass Europa – und damit auch Deutschland – mehr Verantwortung für die eigene Verteidigung übernimmt. Zudem birgt der Umgang mit dem Ukraine-Krieg ein weiteres finanzielles Risiko für die europäischen Staaten, sollten die USA ihre Unterstützung zurückfahren. Nicht zuletzt lässt der Widerstand gegen eine Reform der Schuldenbremse langsam nach. Für ein mittelfristig höheres Renditeniveau bei den Bund-Renditen spricht zudem die Reduktion der EZB-Bilanz.

Allerdings dürfte der Renditeanstieg am langen Ende der Kurve durch die erwartete schwache Konjunktorentwicklung in Deutschland gebremst werden. Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir zunächst eine annähernde Seitwärtsbewegung der zehnjährigen Bund-Rendite (in drei Monaten: 2,40%). Anschließend sollte das lange Ende dann aber zunehmend nach oben tendieren, wenn die Vorhaben der neuen US-Administration immer klarer werden. Das Ziel auf Jahressicht sehen wir bei 2,75%. Während das lange Ende im Fahrwasser der US-Treasuries und einer steigenden Verschuldung höhertendieren dürfte, bleibt das kurze Ende im Bann der EZB-Zinssenkungen. Dies hat zur Folge, dass die Zinsstruktur im Bereich zwischen zwei und zehn Jahren deutlich steiler wird. Der 2/10-Spread dürfte sich auf 90 Basispunkte ausweiten. Die noch vor Kurzem inverse Zinsstrukturkurve wird damit zusehends steiler

Bund-Rendite 10J vs. US-Treasury-Rendite 10J



Quellen: FactSet, DZ BANK

### Bund-Renditen auch durch fiskalische Risiken gestützt

### Schwache Konjunktorentwicklung bremst Renditeanstieg

#### Zinsprognose vom 10. Januar 2025

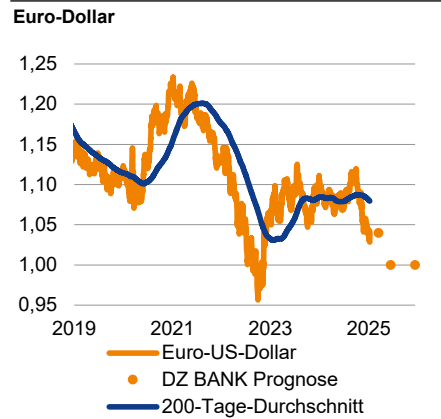
	1.10.2024	9.1.2025	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>Refi-Satz</b>	3,65	3,40	2,65	2,15	1,90
Einlage-Zinssatz	3,50	3,25	2,50	2,00	1,75
3-Monats-Euribor	3,25	2,79	2,35	1,90	1,70
10 Jahre Bunds	2,04	2,52	2,40	2,50	2,75
<b>Vereinigte Staaten</b>					
Fed-Funds-Target	4,75-5,00	4,25-4,50	4,00-4,25	3,75-4,00	3,75-4,00
10 J. Treasuries	3,72	4,68	4,40	4,65	5,00

Quellen: DZ BANK, FactSet, alle Angaben in Prozent



### Devisenmärkte: Wer kann dem erstarkten Dollar Paroli bieten?

Der Unsicherheitsfaktor Trump spielt an den Devisenmärkten eine große Rolle, bereits während seiner ersten Amtszeit hat sein volatiler Regierungsstil für zum Teil erratische Marktbewegungen gesorgt. Dies wirkt sich in besonderem Maße auf das Währungspaar Euro-Dollar aus, welches bereits in den Wochen seit der Wahl deutlich an Boden verloren hat. Vieles spricht für eine weitere Abwertung. Das Wachstum in den USA zieht an, die Inflation wird perspektivisch steigen und die Fed muss ihren Zinssenkungszyklus früher beenden als ursprünglich erwartet. Auf der anderen Seite dieser Gleichung bedeutet Trump weniger Wachstum in der Eurozone, was bei weiterhin moderater Inflation Spielraum für aggressivere Zinssenkungen seitens der EZB eröffnet. Die politischen Unwägbarkeiten diesseits des Atlantiks dienen ebenfalls nicht dazu, dem Euro unter die Arme zu greifen. Der Weg für die kommenden Wochen und Monate scheint daher vorprogrammiert. Unsere Paritätsprognose wurde nachgeschärft: Wir gehen davon aus, dass Euro-Dollar in den kommenden Wochen und Monaten weiter an Boden verlieren, sich jedoch dann auf niedrigen Niveaus knapp unterhalb der Parität stabilisieren wird. Im zweiten Halbjahr 2025 sollte ihm eine moderate Erholung gelingen. Eine Wiederholung der Bewegungen von 2016-2017, als der Dollar zunächst sehr positiv auf die Wahl Trumps reagierte, im folgenden Jahr aber deutlich an Boden verlor, erwarten wir nicht. Denn im Gegensatz zu 2017 wird dem Dollar im Jahr 2025 kein starker Euro gegenüberstehen.



Quelle: FactSet, DZ BANK

Unser Bild für das Währungsuniversum wird 2025 dominiert von einem starken Dollar auf der einen und einem schwachen Euro auf der anderen Seite. Wie werden sich die restlichen Währungen unserer Coverage in diesem Umfeld platzieren? Wem wird es gelingen, sich selbst gegen einen starken Dollar durchzusetzen? Die Liste der Währungen, denen wir gegenüber dem Dollar Gewinne zutrauen, ist erwartungsgemäß nicht sonderlich lang. Dennoch finden sich immerhin drei Kandidaten. Der japanische Yen wird unseres Erachtens nach von der weiteren geldpolitischen Straffung der Bank of Japan profitieren. Australien und Neuseeland sind sicherlich nicht immun gegenüber weltwirtschaftlichen Trends, jedoch ist damit zu rechnen, dass beide Länder sich 2025 recht gut schlagen werden. Dem Pfund sollte zwar zunächst ein Plus gegenüber dem Euro gelingen, auf Jahressicht aber weitgehend seitwärts tendieren.

### Wer kann dem Dollar die Stirn bieten?

Blicken wir nun auf die Kehrseite dieser Medaille: Welche Währungen werden 2025 so schwach auftreten, dass es ihnen noch nicht einmal gelingt, sich gegenüber dem Euro zu behaupten? Auch die osteuropäischen Währungen werden ein eher schwaches Jahr 2025 erleben, sie leiden vor allem unter der wirtschaftlichen Schwäche Deutschlands. Der Schweizer Franken rangiert ebenfalls auf unserer Liste der Verlierer, allerdings ist die von uns unterstellte Schwäche der Währung aus Sicht der Notenbank äußerst wünschenswert. Denn die Schweiz befindet sich am Rande der Deflation, sodass eine Abwertung des Franken durchaus willkommen ist.

### Welche Währungen haben sogar gegenüber dem Euro das Nachsehen?

#### DZ BANK DEISENMARKTPROGNOSEN

	1.10.2024	9.1.2025	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,1086	1,0305	1,00	0,97	1,02
EUR-GBP	0,8319	0,8381	0,83	0,81	0,84
EUR-JPY	159,37	162,56	155	145,50	153
EUR-CHF	0,9394	0,9397	0,93	0,94	0,95

Quelle: DZ BANK, FactSet

## Rohstoffe und Kryptos: Rohöl seitwärts, Gold glänzt, Bitcoin in Hochform

Nach dem Wahlsieg Trumps waren die Anleger am Rohölmarkt gespalten zwischen einem als Befürworter fossiler Brennstoffe geltenden Präsidenten und der Aussicht auf womöglich höhere und damit preisdämpfende Förderaktivitäten in den USA. Dass die US-Big-Oil-Konzerne der politischen Agenda des künftigen Präsidenten tatsächlich Folge leisten werden, ist jedoch zweifelhaft.

Zusätzlich gedämpft wird das Ölpreisniveau durch das dynamisch wachsende Angebot weltweit – primär getrieben durch Nicht-OPEC-Staaten. Dies dürfte auf Jahressicht in einem Angebotsüberhang münden, der den Druck auf die OPEC erhöht. Die Kürzungen des Kartells haben sich zuletzt wenig effektiv darin erwiesen, den Ölpreis zu stützen.

Derweil war die geopolitische Lage weltweit gemischt: Konnten sich die Hisbollah und Israel auf eine Waffenruhe einigen, kam es in Syrien zum Sturz des Assad-Regimes, wodurch wieder ein erhöhtes Risiko besteht. Zudem haben die USA und die EU weitere Sanktionen gegen Rohöl aus dem Iran und Russland verhängt beziehungsweise verschärft, was preisstützend wirkt.

Mit Blick auf 2025 sollte das Stimuluspaket Chinas dem Ölpreis kurzfristig Auftrieb bis auf 80 US-Dollar verleihen. Mittel- bis langfristig wird der Preis des schwarzen Goldes jedoch von dem Angebotsüberhang überschattet werden. Derweil lastet nachfrageseitig neben der schleppenden globalen Konjunkturdynamik auch der langfristige Rückgang der Treibstoffnachfrage durch die Elektrifizierung des Verkehrswesens auf dem Ölpreis. Dadurch sollte der Ölpreis auf Jahressicht um 75 US-Dollar notieren.

Nachdem der **Goldpreis** im Oktober noch mit Notierungen von rund 2.790 US-Dollar je Feinunze geblitzt hatte, vollzog er anschließend eine Korrektur. So ist es im Anschluss an den klaren Trump-Sieg zu einer Neubewertung der US-Zinssenkungserwartungen gekommen. Seitdem gehen die Marktteilnehmer von einem künftig vorsichtigeren Kurs der US-Geldpolitik aus, was zu steigenden US-Kapitalmarkrenditen und einer Aufwertung der US-Währung geführt hat.

Der Goldpreis wird derzeit durch umfangreiche Zentralbankkäufe gestützt. Laut einer Umfrage des World Gold Council gaben Notenbanken rund um den Globus zuletzt an, ihr hohes Tempo bei den Goldkäufen in den nächsten zwölf Monaten beibehalten zu wollen. Dies spiegelt eine erhöhte Nachfrage nach einem Stabilitätsmechanismus in Zeiten hoher geopolitischer Unsicherheit wider. Reserveumschichtungen weg vom US-Dollar, etwa bei der chinesischen Zentralbank, dürften ebenfalls eine Rolle spielen.

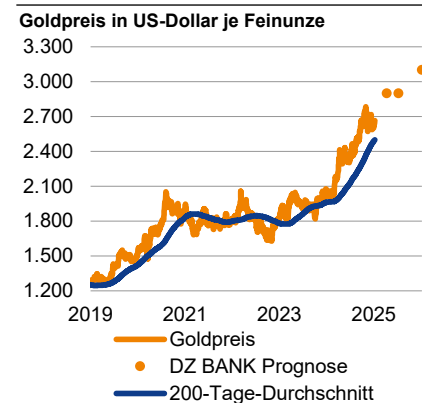
Neben öffentlichen Anlegern erfreute sich Gold zuletzt auch unter Privatanlegern wieder zunehmender Beliebtheit. Die phasenweise sehr hohe Inflation dürfte hier ebenso ihren Beitrag geleistet haben wie die geopolitischen Krisenherde, darunter der andauernde Krieg in der Ukraine, der militärische Konflikt im Nahen Osten und die Spannungen zwischen den USA und China. Schließlich genießt das gelbe Edelmetall weiterhin den Ruf als ultimativer sicherer Hafen in Krisenzeiten und gilt als Schutz vor übermäßiger Inflation. Bis in den Bereich von 3.100 US-Dollar sollte die öffentliche, aber auch die private Nachfrage den Goldpreis bis Ende 2025 steigen lassen.

### Rohölmarkt reagierte gespalten auf den Wahlsieg Trumps

### Angebotsüberhang am Rohölmarkt

### Geopolitik wirkt preisstützend

### Brent-Rohöl auf Sicht von drei Monaten bei 80 US-Dollar erwartet, dann seitwärts



### Gold hat Aufwärtsspielraum bis 3.100 US-Dollar je Feinunze

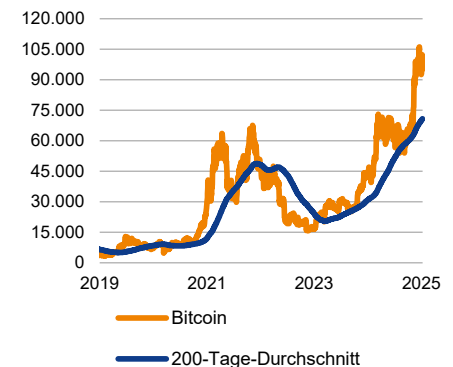
Der Sieg von Donald Trump, der die volle Unterstützung der Republikaner im Kongress erhielt, bescherte den Anlegern von **Kryptowährungen** einen goldenen Herbst. Die nach wie vor mit Abstand führende Kryptowährung Bitcoin durchbrach Anfang Dezember erstmals die Schallmauer von 100.000 US-Dollar. Bis zum Quartalsende konnte der Bitcoin einen Kursanstieg von fast 50% verzeichnen. Auch viele Altcoins konnten trotz Gewinnmitnahmen vor den Feiertagen im letzten Quartal 2024 massive Kursgewinne verzeichnen. Der gesamte Krypto-Markt hat damit seit einigen Wochen erstmals in der Geschichte die Marke von 3 Billionen US-Dollar überschritten, wobei das bisherige Rekordhoch von rund 3,75 Billionen US-Dollar Mitte Dezember 2024 erreicht wurde.

Mit dem Wahlsieg Trumps verbinden Krypto-Anhänger vor allem die Hoffnung auf eine zukünftig kryptofreundlichere Politik und Regulierung in den USA. Insbesondere das Thema einer möglichen strategischen Bitcoin-Reserve in den USA war ausschlaggebend für den Kursanstieg der letzten Monate. Senatorin Cynthia Lummis brachte im Sommer 2024 ihren Gesetzesentwurf „Bitcoin Act of 2024“ ein und schlug darin vor, über einen Zeitraum von fünf Jahren eine Million Bitcoins zu kaufen, um den US-Dollar zu stärken und die US-Schulden abzubauen, da die gekauften Bitcoins frühestens nach 20 Jahren wieder verkauft werden dürften. Zur Finanzierung schlug sie den Verkauf von Goldzertifikaten vor. Letzteres bleibt abzuwarten, da eine breite Unterstützung im Kongress fraglich erscheint. Trump selbst sprach bisher davon, beschlagnahmte Bitcoins nicht mehr verkaufen zu wollen. Ähnliche Überlegungen gibt es nicht nur in den US-Bundesstaaten Pennsylvania und Texas. Auch außerhalb der USA gibt es inzwischen auch in einigen anderen Ländern entsprechende Diskussionen. Neben Brasilien, Polen und Großbritannien sind in jüngster Zeit Chile, Tschechien und auch Deutschland hinzugekommen. Hierzulande sorgte zuletzt FDP-Chef Lindner mit entsprechenden Äußerungen für Schlagzeilen.

Mit den kryptofreundlichen Neubesetzungen von Paul Atkins als Chef der US-Börsenaufsicht und David Sacks als „AI and crypto czar“ sind die ersten Weichen für eine aus Sicht der Krypto-Branche bessere Zukunft gestellt. Die Ernennungen wurden in der Krypto-Branche weitgehend begrüßt. Auch bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) steht ein Wechsel an, nachdem der Vorsitzende Rostin Behnam diese Woche seinen Rücktritt im Zuge von Trumps Amtseinführung angekündigt hat. Als Nachfolger werden mehrere kryptofreundliche Personen gehandelt – Entwicklungen, von denen insbesondere die sogenannten Altcoins konnten im letzten Quartal profitieren. Denn in der Vergangenheit kam es immer wieder zu einer Art Revierkampf zwischen der US-Börsenaufsicht SEC und der Rohstoffbehörde CFTC. Beide Behörden hatten immer wieder Krypto-Börsen wie Coinbase oder Binance im Visier, die Gegenstand zahlreicher Klagen waren. Die Vorwürfe lauteten beispielsweise auf den Verkauf nicht registrierter Wertpapiere oder den Betrieb einer nicht registrierten Börse. Dies führte zum einen dazu, dass sogenannte Altcoins immer wieder enorme Kursverluste hinnehmen mussten, unter anderem weil sie zeitweise an mehreren Börsen nicht mehr handelbar waren. Aufgrund der aktuellen Entwicklungen haben Krypto-Börsen in den letzten Wochen bereits begonnen, den Handel mit mehreren Altcoins wieder aufzunehmen. Die betroffenen Coins reagierten darauf mit starken Kursgewinnen. Krypto-Anhänger blicken mit Zuversicht auf eine mögliche neue Ära der US-Regulierung mit klaren Zuständigkeiten und weniger strengen Vorschriften.

Nach dem berauschenden Jahr 2024 stellt sich nun die Frage, ob 2025 nahtlos an die Erfolge anknüpfen kann oder ob Negativschlagzeilen und Kursverluste die Schlagzeilen dominieren werden. Der Beginn des Jahres 2025 dürfte vom gleichen Thema geprägt sein, mit dem das Jahr 2024 endete: der bevorstehenden zweiten

Bitcoin in US-Dollar



Quelle: FactSet,

### Kryptofreundlichere Neubesetzungen von Paul Aktins und David Sacks

### Wie wird 2025?

Amtszeit von Donald Trump als US-Präsident. Nachdem dieser sich im Wahlkampf ausgiebig als Krypto-Präsident inszeniert hat, werden die Marktteilnehmer nun gespannt darauf schauen, ob er seine kryptofreundliche Haltung auch mit voller republikanischer Unterstützung im Kongress in die Tat umsetzen wird. Fakt ist, dass Trump wohl nicht viel Zeit verstreichen lassen wird, um seine Ankündigungen und Ideen umzusetzen, zum einen aufgrund seines bereits fortgeschrittenen Alters und zum anderen aufgrund der in zwei Jahren anstehenden Kongresswahlen, die zu einer erneuten Spaltung des Kongresses führen könnten. [Wettgoten auf Polymarket sehen aktuell allerdings nur eine Chance von 30%, dass Trump in den ersten 100 Tagen seiner Amtszeit eine Bitcoin-Reserve einführen wird.](#) Das Thema „Bitcoin Reserve“ könnte in den kommenden Monaten durchaus für Volatilität sorgen, denn eines ist sicher: Sollten die USA ein solches Gesetz verabschieden, würde dies den Bitcoin-Kurs stark beflügeln. Umgekehrt könnte eine Enttäuschung in dieser Hinsicht auch zu einem Kursrückgang führen, da der Bitcoin-Kurs in den letzten Wochen bereits einige Spekulationen dieser Art eingepreist hat.

Doch es gibt auch Risiken: Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries kletterte im Zuge neuer Konjunkturdaten zuletzt auf den höchsten Stand seit Frühjahr 2023. Mit solchen Alternativrenditen ist der Krypto-Markt in seiner noch jungen Geschichte bisher kaum konfrontiert gewesen. Bei aller aktuellen Euphorie rund um die neue US-Administration könnten weiter steigende Alternativrenditen im Jahr 2025 zumindest zu einem Stolperstein oder Bremsklotz für Bitcoin und Co. werden. Aus diesem Grund sollten Anleger die Geldpolitik vor allem der US-Notenbank, aber auch anderer wichtiger Zentralbanken genau im Auge behalten.

**Risikofaktor: Steigende Renditen für US-Staatsanleihen**

### Wichtige Daten und Ereignisse im ersten Quartal 2025

Datum	Land	Ereignis
20. Januar	USA	Amtseinführung Donald Trumps
23./24. Januar	Japan	Sitzung der Bank of Japan
28./29. Januar	USA	Sitzung der Federal Reserve
30. Januar	Eurozone	Sitzung der EZB
6. Februar	Großbritannien	Sitzung der Bank of England
23. Februar	Deutschland	Vorgezogene Bundestagswahl
6. März	Eurozone	Sitzung der EZB
18./19. März	USA	Sitzung der Federal Reserve
20. März	Schweiz	Sitzung der SNB

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

#### 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)

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** +49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth, Thomas Ullrich

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

**Sitz der Gesellschaft:** Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

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

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

**Verantwortlich für den Inhalt:** Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2025 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

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

### 1. Verantwortliches Unternehmen

**1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

**Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

**1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

**3.1** **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

**3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

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

### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

### 4.3 Aktienindizes

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

### 4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

**„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.  
**„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.  
**„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

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

### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

#### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

#### 3. Strategie Covered Bonds

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

**6.1** Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) **eingesehen** und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

**6.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittssperren 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 gecovered werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**

**6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

- 6.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

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

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

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher

Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

#### **Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainabilitys**

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 Sustainabilitys (Powered by Sustainabilitys) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) kostenlos eingesehen werden.

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

#### **Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024**

Die Vervielfältigung von Informationen, Daten oder Materialien, einschließlich Ratings ("Inhalte") in jeglicher Form ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Partei gestattet. Diese Partei, ihre verbundenen Unternehmen und Lieferanten ("Inhaltsanbieter") übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Inhalten und sind, ungeachtet der jeweiligen Gründe, nicht verantwortlich für (aus Fahrlässigkeit oder anderweitig entstandene) Fehler oder Auslassungen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwendungen, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich Einkommensverlusten oder entgangener Gewinne und Opportunitätskosten) im Zusammenhang mit der Verwendung der Inhalte. Der Verweis auf eine bestimmte Anlage oder ein bestimmtes Wertpapier, ein Rating oder eine Äußerung zu einer Anlage, die Teil der Inhalte ist, stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlageberatung angesehen werden. Ratings sind Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen.

#### **Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH**

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.



<b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b>	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
<b>Vertrieb Finanzinstitutionen</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
<b>VRB Eigengeschäft Vertrieb</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Digitalisierung / Handel	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	André Bienek
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
<b>GenoBanken Gesamtbanksteuerung</b>	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
<b>Firmenkunden</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
<b>Emittenten (DCM)</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 57 487	Bernd Loder
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
<b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de
<b>Equity Sales</b>	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	<a href="mailto:kai.boeckel@dzbank.de">kai.boeckel@dzbank.de</a>
Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	<a href="mailto:kai.boeckel@dzbank.de">kai.boeckel@dzbank.de</a>
Benelux	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	<a href="mailto:lars.wohlers@dzbank.de">lars.wohlers@dzbank.de</a>
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 92	<a href="mailto:petra.bukan@dzbank.de">petra.bukan@dzbank.de</a>
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 67 09	<a href="mailto:thomas.reichelt@dzbank.de">thomas.reichelt@dzbank.de</a>
UK	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	<a href="mailto:lars.wohlers@dzbank.de">lars.wohlers@dzbank.de</a>
<b>Sales Trading</b>	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	<a href="mailto:marina.semmler@dzbank.de">marina.semmler@dzbank.de</a>
<b>Derivatives Sales</b>	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	<a href="mailto:lars.wohlers@dzbank.de">lars.wohlers@dzbank.de</a>
<b>Depot A Sales Aktien, Rohstoffe</b>	Andre Bienek	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 67	<a href="mailto:andre.bienek@dzbank.de">andre.bienek@dzbank.de</a>
<b>Sales Drittmarkt (In- und Ausland)</b>	Tobias Gabel	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 77	<a href="mailto:tobias.gabel@dzbank.de">tobias.gabel@dzbank.de</a>
<b>Aktienanleihen/Discountzertifikate</b>	Max Wirsching	+49 – (0)69 – 74 47 – 70 35	<a href="mailto:maximilian.wirsching@dzbank.de">maximilian.wirsching@dzbank.de</a>

**Zugang zu DZ Research (Kontakt LARS.WOHLERS@dzbank.de)**

Bloomberg

DZBR &lt;GO&gt;

