



# Kapitalmarkt

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



## Börsenkompas

### Im Blickpunkt

- » US-Wirtschaft trotzte bislang den zahlreichen Zinsanhebungen
- » US-Inflation sollte sich weitgehend seitwärts entwickeln
- » Expansivere Wirtschaftspolitik bei Wiederwahl Trumps zu erwarten

### Konjunkturelles Umfeld

- » Chinas Wirtschaft wächst weiterhin nur verhalten
- » Lichtblicke für die zuletzt stagnierende EWU-Wirtschaft
- » Inflation in Deutschland könnte wieder leicht steigen

### Devisenmärkte

- » US-Dollar: Weiter umsichtiger geldpolitischer Tenor
- » Japanischer Yen: BoJ beschäftigt sich intensiver mit dem Exit
- » Britisches Pfund: Keine nennenswerten Impulse erwartet

### Rentenmärkte

- » Höhere Realzinsen geben Fed und EZB Zinssenkungsspielraum
- » EZB dürfte im Juni den moderaten Zinssenkungszyklus einläuten
- » Bund-Renditen auf Jahressicht tiefer erwartet

### Aktienmärkte

- » Wichtige Aktienindizes erreichen neue Jahreshochs, DAX mit neuem Rekord
- » Große (US-) Konzerne veröffentlichten gute Quartalsbilanzen
- » Künstliche Intelligenz bleibt ein Megatrend für die Aktienmärkte

### Rohstoffmärkte und Digital Assets

- » Goldpreis liegt weiterhin auf dem Niveau von 2.000 US-Dollar je Feinunze
- » Bitcoin überspringt die 50.000-US-Dollar-Marke
- » Nettozuflüsse in Spot-ETFs geben der führenden Kryptowährung Auftrieb

## WERTPAPIERE

14-täglich  
Fertiggestellt:  
22.2.2024 12:49 Uhr

## INHALT

<b>IM BLICKPUNKT</b>	<b>2</b>
<b>KONJUNKTURELLES UMFELD</b>	<b>3</b>
Fazit	4
<b>KONJUNKTUR DEUTSCHLAND</b>	<b>5</b>
<b>DEISENMÄRKTE</b>	<b>6</b>
US-Dollar	6
Kursverlauf und -erwartungen Euro-Dollar	6
Japanischer Yen	6
Kursverlauf und -erwartungen Euro-Yen	6
Britisches Pfund	7
Kursverlauf und -erwartungen Euro-Pfund	7
Schweizer Franken	7
Kursverlauf und -erwartungen Euro-Franken	7
Anlagemöglichkeiten	7
<b>RENTENMÄRKTE</b>	<b>8</b>
US-Rentenmarkt	8
Euro-Rentenmarkt	8
<b>AKTIENMÄRKTE</b>	<b>10</b>
Deutscher und europäischer Aktienmarkt	10
US-Aktienmarkt	11
<b>ROHSTOFFMÄRKTE UND DIGITAL ASSETS</b>	<b>12</b>
Gold	12
Kryptowährungen	12
<b>IMPRESSUM</b>	<b>14</b>

Ersteller:  
Christoph Müller, ANALYST  
Marcel Heinrichsmeier, ANALYST  
Thomas Kulp, ANALYST

## USA mit künftig moderaterem Wachstum vor der Präsidentschaftswahl

- » Die US-Wirtschaft brummt. Im Schlussquartal 2023 wuchs sie zwar etwas langsamer als im dritten Quartal. Mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von – auf das Jahr hochgerechnet – 3,3 % gegenüber dem Vorquartal war das Wachstumstempo aber erneut sehr hoch. Besonders der private Konsum treibt die Wirtschaft an. So hat sich die Verbraucherlaune in den letzten Monaten stark verbessert, wozu die gute Arbeitsmarktlage und der nachlassende Preisdruck beigetragen haben. Für die kommenden Monate rechnen wir in der Tendenz mit einer Seitwärtsbewegung der Inflationsrate: Während der Aufwärtsdruck bei den Mieten und den kalkulatorischen Eigentüermieten allmählich nachlassen dürfte, sollten der hohe Lohndruck und ein voraussichtlich steigender Ölpreis preistreibend wirken.
- » Insgesamt ging die US-Wirtschaft beschwingt ins Jahr 2024. Die hohen Zinsen und der anhaltende Streit ums Staatsbudget im Kongress sprechen zwar weiterhin für eine konjunkturelle Verlangsamung. Die Wirtschaft dürfte aber nicht mehr so stark ins Stocken geraten, wie wir es bisher angenommen haben. Deshalb haben wir unsere Prognose für das Wirtschaftswachstum in den USA spürbar angehoben und rechnen nun im Jahresdurchschnitt 2024 mit einem ähnlich hohen Plus beim Bruttoinlandsprodukt wie im vergangenen Jahr.
- » Der künftige Kurs in der US-Wirtschaftspolitik hängt eng mit dem Ausgang der Präsidentschaftswahl zusammen. Derzeit reitet Donald Trump auf einer Euphoriewelle: Er hat seine Favoritenrolle im Vorwahlkampf der Republikaner gefestigt und führt derzeit sogar knapp in landesweiten Umfragen zu einem möglichen Rennen gegen den Amtsinhaber Joe Biden. Gleichwohl ist eine Rückkehr Trumps in das Weiße Haus derzeit nicht unser Haupt-, sondern ein Risikoszenario. Allerdings haben die Vorwahlen auch gezeigt, dass nicht alle republikanischen Wähler Trump bedingungslos unterstützen. So könnten die laufenden juristischen Prozesse gegen Trump weitere gemäßigte Wähler vergraulen, die sonst für die Republikaner stimmen würden. Selbst wenn sich viele Wahlberechtigte aus der politischen Mitte nur enthalten, anstatt ins Biden-Lager zu wechseln, würde dies den Demokraten in die Hände spielen. Bidens Chancen dürften bis November steigen. Er steht für Kontinuität und würde bei einem Wahlsieg wohl die Ausgaben für Soziales und den Klimaschutz weiter erhöhen. Dies sollte mittelfristig die Wirtschaft stärken. Zur Finanzierung der Maßnahmen würde Biden wohl die Steuern für Großkonzerne und Besserverdiener erhöhen.
- » Wenn Trump doch das Rennen entscheidet, ist es möglich, dass die Wirtschaft kurzfristig sogar stärker wächst als unter Biden: Besonders die Aussicht auf Steuersenkungen würde zu Beginn von Trumps Amtszeit wohl für Euphorie unter Verbrauchern und Unternehmern sorgen. Allerdings sind unter Trump auch neue Zollstreitigkeiten vorprogrammiert. So will er einen generellen Zoll auf Importgüter, möglicherweise in Höhe von 10%, verhängen und China den WTO-Status als „meistbegünstigte Nation“ entziehen. Dies würde automatisch zu erheblich höheren Zöllen auf chinesische Waren führen und somit die Inflation schlagartig spürbar in die Höhe treiben. Für die Verbraucher wäre das ein Schock, sodass der private Konsum gebremst würde. Als zusätzliche Belastung für die US-Wirtschaft kämen höchstwahrscheinlich Vergeltungsmaßnahmen von Handelspartnern hinzu. Die Politik Trumps würde sich also vermutlich schnell rächen: Denn mittelfristig wäre damit zu rechnen, dass das Wirtschaftswachstum unter Trump niedriger ausfällt als im Falle einer zweiten Präsidentschaft Bidens.

## US-Wirtschaft trotz bislang den Zinsanhebungen

## Inflationsrate dürfte sich weitgehend seitwärts entwickeln

## US-Wirtschaft dürfte nicht mehr so stark abbremsen wie bislang erwartet

## US-Präsidentschaftswahl: Biden versus Trump

## Expansivere Wirtschaftspolitik unter Trump zu erwarten

## KONJUNKTURELLES UMFELD

### China wächst vergleichsweise verhalten – EWU-Konjunktur stagnierte

» Chinas Konjunktur bleibt belastet und das Wirtschaftswachstum somit vergleichsweise gedämpft. Vor allem die Krise im Immobiliensektor hält an, die Bauindustrie steckt weiterhin in der Rezession. Dass der insolvente Immobilienentwickler Evergrande, dessen Schieflage am Anfang des Abschwungs im Bausektor stand, inzwischen per Gerichtsbeschluss abgewickelt werden soll, hat die Wohnungskäufer zusätzlich verunsichert – unabhängig davon, ob die chinesische Regierung die Umsetzung des in Hongkong gefällten Urteils überhaupt zulassen wird. Diese Unsicherheit strahlt auf die Konsumbereitschaft aus, die ebenfalls weiter gedrosselt bleibt. Seit Monaten ist die chinesische Regierung daher bemüht, die Stimmung im Land aufzuhellen und die Konjunktur zu beleben. Allerdings wirken die Maßnahmen vage, teils sogar aktionistisch. Die Aktienmärkte versucht Peking derweil mit Handelsbeschränkungen zu stabilisieren – ob erste Erfolge Bestand haben, muss sich noch zeigen. Auch die im Herbst angekündigten zusätzlichen staatlichen Finanzmittel haben bislang noch keine deutlichen Wachstumseffekte. Insgesamt erwarten wir, dass sie im ersten Quartal für etwas höhere Wachstumsraten sorgen werden, der Effekt jedoch kurzlebig bleibt.

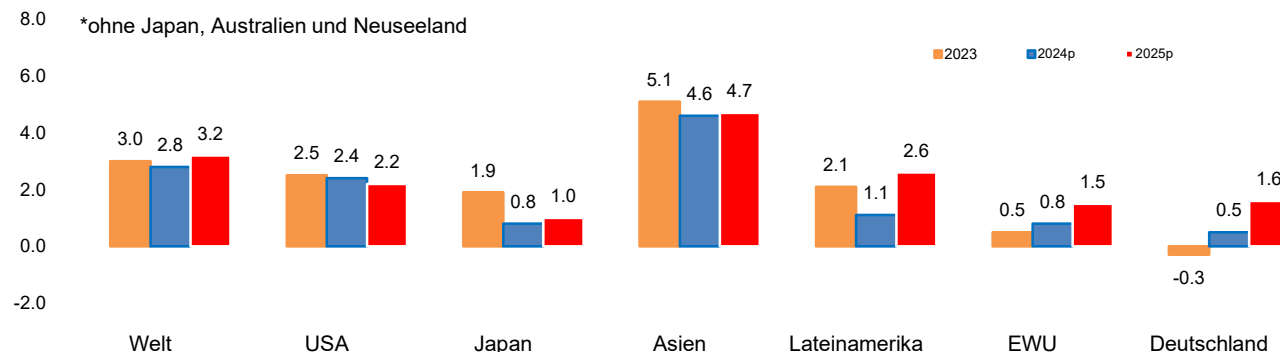
» Zwar stagnierte die EWU-Wirtschaft im vierten Quartal 2023, doch es gibt inzwischen erste Lichtblicke. So hat der Euro-Indikator der DZ BANK – ein Frühindikator für die Wirtschaft im Währungsgebiet – seit drei Monaten wieder ins Plus gedreht. Zuvor war die Messzahl seit mehr als zwei Jahren fast kontinuierlich gesunken. Im Januar stieg der Euro-Indikator um 0,3% auf einen Wert von 95,3 Punkten. Sollte sich die Wende der Frühindikatoren in den kommenden Monaten bestätigen, so kann ab dem Frühjahr mit dem Beginn einer gesamtwirtschaftlichen Erholung gerechnet werden, sodass wir für 2024 von einem BIP-Zuwachs von 0,8% ausgehen. Dieser wird vom privaten Konsum und den Exporten getragen.

### Krise im chinesischen Immobiliensektor hält an, Bauindustrie in Rezession

### Erste Lichtblicke für die zuletzt stagnierende EWU-Wirtschaft

Positive Einflussfaktoren	Negative Einflussfaktoren
Höhere Löhne federn Kaufkraftverluste ab	Geopolitische Krisen/Kriege
Zinssenkungen zeichnen sich ab	Höhere Realzinsen implizieren restriktive Geldpolitik
Expansivere Wirtschaftspolitik in China und den USA	Höhere Staatsverschuldung in einigen Nationen
Erholung der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2024	Rohölpreise wieder mit Aufwärtstendenz

### WACHSTUMSRATEN WICHTIGER WIRTSCHAFTSREGIONEN (P = PROGNOSE)



**VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN USA**

	Wirtschaftswachstum (% J/J)	Verbraucherpreise (% J/J)	Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	Budgetsaldo (in % des BIP)
2023	2,5	4,1	-3,1	-7,5
2024e	2,4	3,0	-3,1	-6,2
2025e	2,2	2,6	-3,3	-6,6

Quelle: DZ BANK

**VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN EUROLAND**

	Wirtschaftswachstum (% J/J)	Verbraucherpreise (% J/J)	Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	Budgetsaldo (in % des BIP)
2023	0,5	5,5	2,1	-2,6
2024e	0,8	2,5	2,1	-2,5
2025e	1,5	2,1	2,4	-2,2

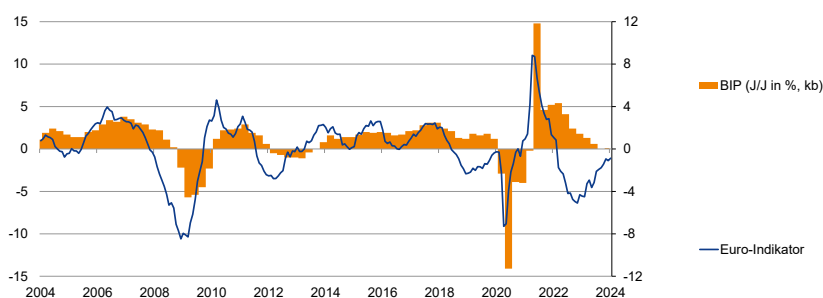
Quelle: DZ BANK

**Fazit:**

- » Im gesamten Euroraum wuchs die Wirtschaftsleistung 2023 leicht. Neben Deutschland schrumpfte in Österreich und in Irland das Bruttoinlandsprodukt. Da Frankreich und Italien im Jahr 2024 den konjunkturellen Mini-Schwung von Deutschland wohl nur leicht übertreffen werden, schreitet auch im Währungsgebiet insgesamt die Erholung nur langsam voran.
- » Die US-Wirtschaft zeigt sich erstaunlich robust. Auch im Schlussquartal 2023 ist ein starkes Wachstumsplus erzielt worden. Angesichts der Belastungen durch die hohen Zinsen und die innenpolitischen Querelen wird sich das Wachstumstempo jedoch etwas verlangsamen. Grundsätzlich wird der Wachstumskurs aber beibehalten.
- » In China lastet die anhaltende Immobilienkrise auf dem Ausblick. Ab dem zweiten Halbjahr 2024 dürfte die Weltwirtschaft wieder etwas mehr Fahrt aufnehmen.

**EURO-INDIKATOR UND WIRTSCHAFTSWACHSTUM**

Bruttoinlandsprodukt J/J in %, kb. (L.S.); Euro-Indikator J/J in % (R.S.)



Quelle: DZ BANK

## KONJUNKTUR DEUTSCHLAND

### Deutsche Wirtschaft: Mehr als eine moderate Erholung ist nicht in Sicht

» Das Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal 2023 vergleichsweise deutlich um 0,3% (Q/Q) zurückgegangen: Wie bereits in den vorangegangenen Quartalen verspürte die deutsche Wirtschaft zuletzt viel Gegenwind: Die Energiekrise sowie eine hohe Inflation, Lieferengpässe, eine schwache Auslandsnachfrage, Unsicherheit durch geopolitische Krisen, hohe Bürokratiekosten und eine inkonsistente Wirtschaftspolitik prägen die Liste der Belastungsfaktoren. Dass davon einige auch Anfang 2024 noch bestehen bleiben, zeigen wichtige Stimmungsindikatoren wie der ifo Geschäftsklimaindex oder das GfK-Konsumklima. Somit wird die deutsche Wirtschaft nur zögerlich auf den Wachstumspfad zurückkehren. Allerdings dürfte die niedrigere Inflationsrate den privaten Konsum ebenso stützen wie steigende Löhne. Zudem dürfte die deutsche Exportwirtschaft von der starken US-Konjunktur profitieren. Für mehr als ein Wirtschaftswachstum von 0,5% wird es aber nicht reichen.

» Laut einer aktuellen Umfrage des Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) steigen die Konjunkturerwartungen für Deutschland erneut an. Sie liegen mit plus 19,9 Zählen um 4,7 Punkte über dem Wert vom Januar. Offensichtlich gehen die befragten Finanzmarktteilnehmer davon aus, dass niedrigere Zinsen und die globale Erholung Deutschland zugutekommen. Demgegenüber ist die Einschätzung der gegenwärtigen Lage mit Blick auf die oben erwähnten Belastungen auf den tiefsten Wert seit Juni 2020 gesunken.

» Lichtblicke gibt es von der Teuerung: So ist die deutsche Inflationsrate (HVPI) im Januar deutlich von 3,8% auf 3,1% gesunken. Dabei zeigt sich, dass der Wegfall der Preisbremsen für Energieprodukte sowie die Erhöhung des CO<sub>2</sub>-Preises zum Jahreswechsel kaum Auswirkungen hatten. Dämpfend wirkte der Rückgang der Preise von Strom und Gas an den Großhandelsmärkten auf die Energiepreise, sodass wir aufgrund des zu Jahresbeginn niedrigen Niveaus die Inflationsprognose für 2024 von 3,2% auf 2,5% angepasst haben.

» Allerdings bedeuten die jüngsten Preisentwicklungen nicht, dass sich der Rückgang der Inflationsrate in den kommenden Monaten ungebremst weiter fortsetzt. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und Industriegütern schwächt sich zwar weiter ab, allerdings läuft der Basiseffekt der niedrigeren Energiepreise allmählich aus. Zudem dürfte der Preisdruck bei Dienstleistungen lohnbedingt hoch bleiben und einen (weiteren) Rückgang der Inflationsrate verhindern. Zwischenzeitlich ist sogar wieder mit steigenden Raten zu rechnen.

**Reihe der Belastungsfaktoren ist lang**

**Es gibt auch Lichtblicke**

**ZEW-Konjunkturerwartungen steigen erneut an**

**Deutsche Inflationsrate ist im Januar rückläufig**

**Temporär muss mit wieder steigenden Inflationsraten gerechnet werden**

### DEUTSCHLAND KONJUNKTURPROGNOSE

	2023	2024e	2025e
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>
Privater Verbrauch	-1,1	0,3	1,5
Staatsverbrauch	-2,0	1,5	1,7
Investitionen	0,6	-0,9	1,9
Export	-1,2	1,0	2,5
Import	-2,4	0,6	2,3
<b>Inflationsrate (HVPI)</b>	<b>6,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: DZ BANK

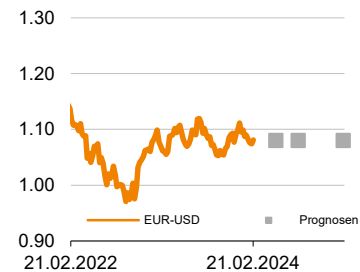
## DEVISENMÄRKTE

### US-Dollar: Weiter umsichtiger geldpolitischer Tenor

Aus dem jüngst veröffentlichten Protokoll der letzten Fed-Sitzung geht hervor, dass die US-Notenbank keine Eile in Bezug auf eine erste Leitzinssenkung hat. Die meisten Mitglieder wiesen auf die Risiken hin, die mit einer frühen Zinssenkung einhergehen. Andere erwähnten aber die Gefahren, die mit einem zu langen Festhalten an einem zu restriktiven Kurs einhergehen.

Pro US-Dollar	Contra US-Dollar
US-Zinssenkungen weniger stark als erwartet	US-Wirtschaft schwächt sich ab
BIP in den USA legt stärker als in den EWU-Staaten zu	EWU-Zinssenkungen setzen spät ein
Risikoaversion nimmt zu	Krisenherde verlieren an Brisanz

#### EURO VS. US-DOLLAR



Quelle: LSEG, Prognose: DZ BANK

### Kursverlauf und -erwartungen Euro-Dollar

- » Die Wirtschaftsdaten aus den USA haben in den letzten Monaten immer wieder positiv überrascht und somit rechnen wir mittlerweile nur noch mit einer leicht nachlassenden Wachstumsdynamik. Folglich fällt damit auch das Argument für eine US-Dollar-Schwäche weg und unsere Euro-Dollar-Prognose liegt über alle Horizonte bei einem Niveau von 1,08 US-Dollar. Allerdings gehen wir auch im Jahr 2024 von einer weiten Handelsspanne aus.
- » So dürfte das Auspreisen der immer noch (zu) aggressiven Fed-Zinssenkungserwartungen den US-Dollar zunächst beflügeln, ehe dann die leichte Aufhellung in der Eurozone wieder zu höheren Euro-Dollar-Notierungen führen sollte.

	21.2.2024	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,0809	1,08	1,08	1,08

Quelle: DZ BANK Prognose, LSEG

### Japanischer Yen

Sobald ein positiver Lohn-Preis-Zyklus eingesetzt habe, sei eine Überprüfung der gegenwärtigen monetären Anreize erforderlich, erklärte jüngst BoJ-Chef Ueda. Das ist noch lange kein Versprechen für eine geldpolitische Wende; es zeigt aber, dass sich die Bank of Japan mit dem Thema Exit immer intensiver beschäftigt. Auf kurze Sicht sind es dagegen eher die Interventionsdrohungen, die den Yen bewegen.

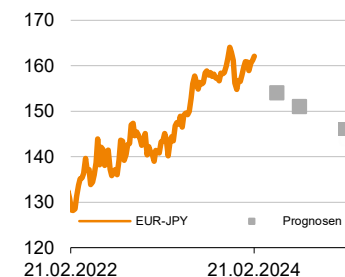
### Kursverlauf und -erwartungen Euro-Yen

- » Im November 2023 hat sich die BoJ faktisch von ihrer Politik der Zinskurven verabschiedet. Zwar will sie weiterhin am japanischen Staatsanleihemarkt eingreifen, die Zinsobergrenze aber nicht mehr unlimitiert verteidigen. Mit dem Ende der Zinserhöhungen in den meisten Ländern und im Zuge der mittelfristig weniger expansiven Geldpolitik in Japan dürfte der Yen aufwerten.

	21.2.2024	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-JPY	162,12	154	151	146

Quelle: DZ BANK Prognose, LSEG

#### EURO VS. JAPANISCHER YEN



Quelle: LSEG, Prognose: DZ BANK

## Britisches Pfund

Die britische Wirtschaft ist im Schlussquartal 2023 in eine technische Rezession gerutscht. Gleichzeitig verfehlt die Inflation weiterhin den Zielwert der britischen Notenbank. Unsere Wachstumsprognose haben wir für 2024 bei 0,5% (J/J) belassen und für 2025 erwarten wir einen BIP-Zuwachs um 1,2% (J/J). Trotz der hartnäckig hohen Inflation ist mit der ersten Leitzinssenkung um 25 Basispunkte im Sommer zu rechnen. Weitere Schritte sollten im Jahresverlauf folgen.

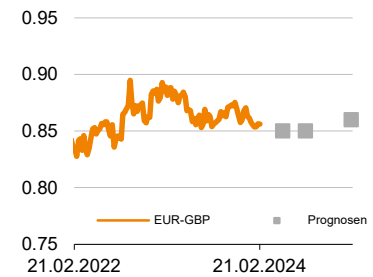
### Kursverlauf und -erwartungen Euro-Pfund

- » Das Pfund notierte zuletzt leicht schwächer gegenüber dem Dollar und dem Euro. Wir gehen nicht davon aus, dass das Pfund auf kurze Sicht in nennenswertem Umfang eigene Impulse entwickeln wird.
- » Wir rechnen damit, dass sowohl in Großbritannien als auch hierzulande im Jahresverlauf Zinssenkungen anstehen. Allerdings sind die wirtschaftlichen Entwicklungen in der EWU positiver zu werten als jene in Großbritannien.

	21.2.2024	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-GBP	0,8562	0,85	0,85	0,86

Quelle: DZ BANK Prognose, LSEG

### EURO VS. BRITISCHES PFUND



Quelle: LSEG, Prognose: DZ BANK

## Schweizer Franken

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist nach einem Jahr stetiger Zinserhöhungen (Juni 2022 bis Juni 2023) inzwischen auf einen neutralen Kurs eingeschwenkt. Der Leitzinsgipfel sollte mit 1,75% erreicht sein. Für verfrüht erachten wir die für März 2024 eingepreisten Spekulationen auf eine Wende nach unten; im Sommer 2024 sollte es zu einer ersten Lockerung kommen.

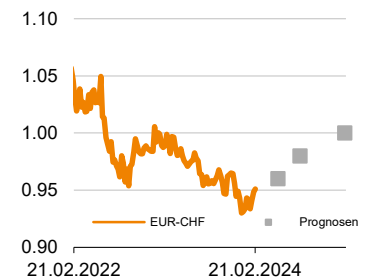
### Kursverlauf und -erwartungen Euro-Franken

- » Euro-Franken-Notierungen unterhalb der Parität gehören seit längerem zum vertrauten Bild. Danach war es die SNB-Politik (Zinserhöhungen, Devisenverkäufe), die die Attraktivität des Frankens förderte.
- » Eine Normalisierung der globalen Risikolage würde für eine moderate Erholung in Euro-Franken sorgen. Auch die absehbare SNB-Leitzinswende sollte Glanz vom Franken nehmen. Eine massive Schwäche der Alpenwährung erwarten wir jedoch nicht.

	21.2.2024	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-CHF	0,9510	0,96	0,98	1,00

Quelle: DZ BANK Prognose, LSEG

### EURO VS. SCHWEIZER FRANKEN



Quelle: LSEG, Prognose: DZ BANK

### Anlagemöglichkeiten:

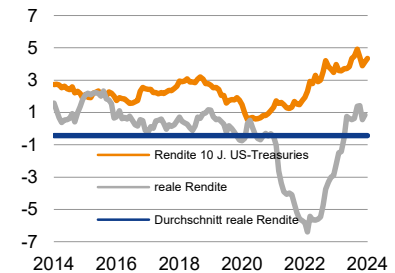
Anleihen in japanischen Yen erachten wir mit Blick auf die mittelfristig zu erwartende weniger expansive Geldpolitik der Bank of Japan für attraktiv.

## RENTENMÄRKTE

### US-Rentenmarkt

- » Fed-Chef Powell befindet sich eindeutig im Fed-Gremium im Lager derer, die sich für geldpolitisches Abwarten aussprechen. So hat er eine Leitzinssenkung im März recht explizit ausgeschlossen. Doch nicht nur der März steht auf der Kippe. Auch eine Lockerung der geldpolitischen Zügel im Mai dürfte noch nicht auf der Agenda stehen. Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung und rechnen mit einem ersten vorsichtigen Zinsschritt nach unten im Juni.
- » Trotz des weitgehend robusten Wachstums dürfte die Fed die Zinsen in diesem Jahr um 75 Basispunkte senken. Mit einem weiter abnehmenden Preisdruck dürfte sich aber auch der Anstieg der realen Fed-Funds-Rate in den nächsten Monaten fortsetzen. Da die Leitzinsen somit stark in den restriktiven Bereich geschleust wurden, ist das Potenzial für Leitzinssenkungen recht groß. Diese könnten die US-Rendite (zehn Jahre) auf Jahressicht bis auf 3,50% drücken.

#### 10-JÄHRIGE US-TREASURIES



Quelle: LSEG

### Euro-Rentenmarkt

- » Einige EZB-Vertreter haben sich zuletzt „weit aus dem Fenster gelehnt“ und den Sommer als möglichen Zeitpunkt für eine Zinswende ins Spiel gebracht. EZB-Präsidentin Lagarde betonte indes, dass die erste Zinssenkung im neuen Zyklus von den Datenveröffentlichungen abhängt. Insbesondere die Lohnentwicklung stellt ein Aufwärtsrisiko für die Inflation dar.
- » Wir passen unsere Prognose leicht an und halten nun den Beginn eines vorsichtigen Zinssenkungszyklus im Juni für angemessen. So ist der Preisdruck Anfang 2024 schwächer ausgefallen als zunächst erwartet, was zu einer Abwärtsrevision der Inflationsrate für 2024 von 3,0% auf 2,5% führt. Bis zum Jahresende 2024 erwarten die Marktteilnehmer, wie an den Geldmarktsätzen abzulesen ist, Leitzinssenkungen von 115 Basispunkten. Diese Erwartung hat sich zuletzt etwas abgeschwächt, denn in der Spitze wurde mit einer geldpolitischen Lockerung um mehr als 150 Basispunkte gerechnet. Wir halten das Ausmaß der vom Markt erwarteten Zinssenkungen aber immer noch für zu aggressiv. Denn der nur langsame Rückgang der Inflation, der temporär sogar von höheren Teuerungsraten unterbrochen werden kann, sowie die lediglich verhaltene wirtschaftliche Dynamik sprechen eher für eine moderate Lockerung der Zinszügel. Unseres Erachtens dürfte die EZB auf Jahressicht drei Leitzinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten vornehmen.
- » Insgesamt rechnen wir trotz der Aufnahme des Leitzinssenkungszyklus mit nur moderat sinkenden Bund-Renditen (zehn Jahre). So dürfte die EZB im weiteren Verlauf dieses Jahres ihre Bilanz abbauen, was den Renditerückgang begrenzt.

#### 10-JÄHRIGE US-TREASURIES VS. BUND



Quelle: LSEG

#### Fazit:

Die Rentenmärkte warten auf den Beginn der Leitzinssenkungen und orakeln, wie viele Schritte die Zinszyklen umfassen werden. Spätestens mit dem Beginn der Leitzinssenkungen sollten die Renditen an den Anleihemärkten sinken.

#### Anlagemöglichkeiten:

Auf Jahressicht sollten über alle Laufzeiten hinweg die Bund-Renditen tiefer liegen als aktuell. Da die Volatilität am Euro-Rentenmarkt aber erhöht bleiben sollte, sind Kurzläufer vorzuziehen.

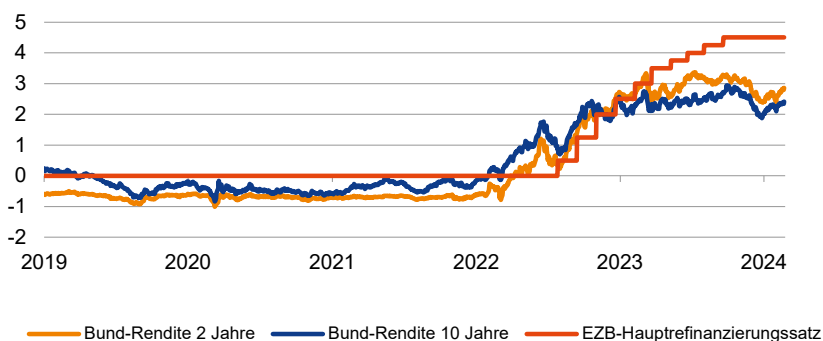


ZINSPROGNOSE VOM 15. FEBRUAR 2024

	21.2.2024	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate	31.12.2024
<b>Refi-Satz</b>	4,50	4,50	4,25	3,75	3,75
EZB-Einlagesatz	4,00	4,00	3,75	3,25	3,25
3-Monats-Euribor	3,95	3,90	3,60	3,10	3,15
10 Jahre	2,42	2,40	2,30	2,00	2,20
<b>Vereinigte Staaten</b>					
Fed-Funds-Target	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,00	4,25-4,50	4,50-4,75
10 J. Treasuries	4,29	4,00	3,70	3,50	3,50

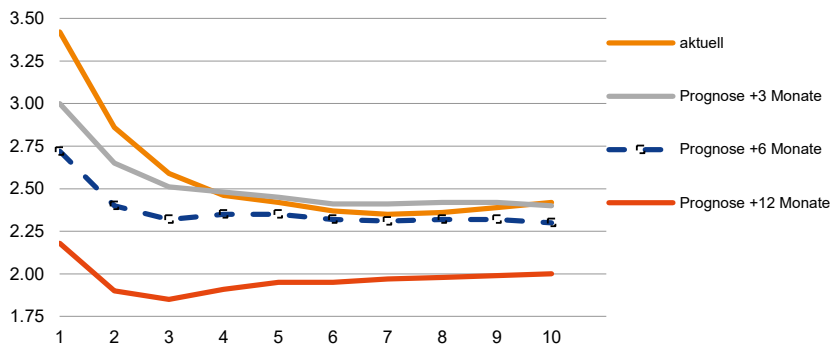
Quellen: LSEG, DZ BANK Prognose

RENDITE- UND ZINSENTWICKLUNG EURORAUM



Quellen: LSEG; DZ BANK

RENDITESTRUKTUR BUNDESANLEIHEN UND PROGNOSE

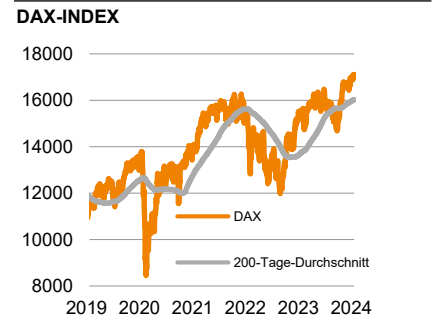


Quellen: LSEG; DZ BANK

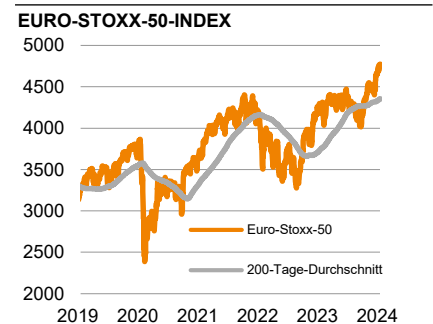
## AKTIENMÄRKTE

### Deutscher und europäischer Aktienmarkt

- » Die dies- und jenseits des Atlantiks gut laufende Berichtssaison und die Aussicht auf sinkende Zinsen haben die europäischen Aktienmärkte auf Jahreshochs getrieben. Der DAX erreichte mit rund 17.380 Punkten ein neues Allzeithoch und der Euro Stoxx 50 kletterte bis auf 4.850 Zähler. Die höher als erwartet ausgefallene US-Inflationsrate und enttäuschende US-Erzeugerpreise sorgten nur kurzfristig für Rücksetzer. Damit setzt sich die seit Herbst 2023 zu beobachtende dynamische Aufwärtsbewegung der europäischen Indizes fort. Seit Anfang November hat beispielsweise der DAX rund 16% zugelegt.
- » Trotz der „verlängerten“ Jahresend rally 2023 leiden in Europa Zykliker, wie DAX-Titel, weiterhin unter den Konjunktursorgen, was sich in einem Bewertungsabschlag ausdrückt. Das Investorenvertrauen in Form des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) ist bei diesen Segmenten wenig mit den Kursen mitgelaufen.
- » Während die deutsche Konjunktur lahmt, haussiert der DAX. Entscheidend für das deutsche Leitbarometer ist die Performance der Exportmärkte. Rund 30% der Umsätze der DAX-Konzerne kommen aus der Eurozone und auch aus den USA. Die EWU-Konjunktur sollte vor einer Erholung stehen und die US-Wirtschaft sich im Anschluss an eine für das erste Halbjahr 2024 erwartete Phase moderaten Wachstums wieder stärker zeigen.
- » Ungefähr 15% der Umsätze der DAX-Konzerne stammen aus China, wo beispielsweise jedes dritte deutsche Auto verkauft wird. Anzumerken ist, dass es in der chinesischen Wirtschaft nicht so rund läuft wie erwartet. Aber die Nachfrage nach hochpreisigen Produkten durch die kaufkräftige Mittel- und Oberschicht bleibt robust. Zudem hat die chinesische Regierung diverse Maßnahmen zur Stabilisierung des heimischen Aktienmarktes eingeleitet und weitere befinden sich noch in der Pipeline. Schließlich stellen Aktieninvestments, neben Immobilien, einen erheblichen Vermögensbaustein der chinesischen Bevölkerung dar. Die Sektoren Kommunikationsdienstleistungen und zyklische Konsumgüterhersteller machen in Summe rund 50% des MSCI China aus und konnten selbst im vergangenen Krisenjahr ihre Gewinne je Aktie um über die Hälfte steigern. Für 2024 wird für diese beiden genannten Sektoren ein Gewinnwachstum je Aktie von 9% beziehungsweise 21% vorhergesagt.
- » Bei mittelfristig nachlassenden globalen Konjunktursorgen sind KGV-Ausweitungen und dadurch Kurserhöhungen bei europäischen und US-Zyklikern möglich. Somit kann weder bei Tech noch bei Zyklikern von übertriebenem Optimismus gesprochen werden. Folglich kann auch von einer Blase keine Rede sein, im Gegenteil: Es kann sogar noch mehr „Luft“ rein. Daher bestätigen wir unsere im Januar angehobenen Indexziele für den Euro Stoxx 50, den DAX und auch für den S&P 500.



Quelle: LSEG



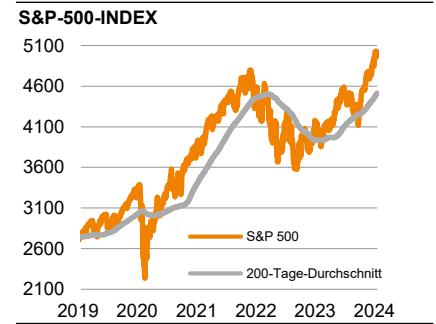
Quelle: LSEG

### INDEXPROGNOSE DZ BANK

Land	Index	Stand (LSEG) vom 21.2.2024	Kursziel 30.06.2024	Kursziel 31.12.2024
Deutschland	DAX	17.118	17.500	18.200
Europa	Euro Stoxx 50	4.775	4.800	4.900
USA	S&P 500	4.982	5.000	5.200

## Amerikanischer Aktienmarkt

- » Über den übertriebenen Optimismus und die vielen Zinssenkungen, die vermeintlich in den Rekordkursen am Aktienmarkt zu finden waren und sind, haben sich viele Marktteilnehmer aufgeregt. Nun sind die für März und Mai und somit weit vorausgeeilten (US-) Zinssenkungserwartungen mittlerweile wieder auf ein Niveau zu Zeiten des marktdurchschüttelnden „Higher for longer“-Events im September 2023 zurückgekehrt und die langfristigen Anleiherenditen stiegen auch in den Vereinigten Staaten wieder an.
- » Der Aktienmarkt auf beiden Seiten des Atlantiks verkraftete die höheren Renditen, weil die Unternehmen wie „bestellt liefern“. Hohe Erwartungen an das Ertragspotenzial von künstlicher Intelligenz (KI) für den Tech-Sektor werden in der laufenden Berichtssaison bestätigt, was den S&P 500 nahe an neue Allzeithochs treibt. Damit festigt der (US-) Technologiesektor seine Stellung als Wachstumszentrum in einer ansonsten wachstumsarmen Welt. Für 2024 erwartet der Konsensus für die US-Sektoren IT und Communications ein Gewinnwachstum von durchschnittlich 17%.
- » Auch der (globale) Halbleitermarkt zeigte Ende 2023 dynamische Entwicklungen und erreichte ein Wachstum von 11,6% im Vergleich zum Vorjahr. Besonders in China, Amerika und der Asien-Pazifik-Region waren zweistellige Zuwächse zu verzeichnen. Zusätzliche Nachfrageimpulse sollten die Einführung und Ausweitung von KI-Anwendungen durch große Technologieunternehmen bringen. Die steigende Nachfrage nach Hochleistungsprozessoren, insbesondere für Rechenzentren und KI-Modelle, ist ein wichtiger Wachstumstreiber.
- » Welche Implikationen gehen von der US-Präsidentenwahl auf die US-Aktienmärkte aus? Eine voraussichtlich expansivere Wirtschaftspolitik unter Donald Trump (noch expansiver als unter Biden) dürfte sich kurzfristig positiv auswirken. Insbesondere mögliche Steuersenkungen würden sich gewinnsteigernd auf US-Unternehmen auswirken, zumal die US-Wirtschaft über einen starken Binnenmarkt verfügt und weniger exportabhängig ist als die europäische und insbesondere die deutsche Wirtschaft. Daher sollten Steuererleichterungen und Subventionen für ordentlichen Rückenwind am US-Aktienmarkt sorgen. Allerdings könnten Spannungen im internationalen Handel und erhöhte geopolitische Unsicherheiten zu höherer Volatilität an den internationalen Kapitalmärkten führen und somit den positiven Effekt von Trumps Politik auf US-Aktien bremsen.



Quelle: LSEG

### Fazit:

Aktienkurse auf beiden Seiten des Atlantiks erfuhren zum Jahresende 2023 eine Kursrally nach einer vorherigen starken Korrektur zur Jahresmitte. Die Kritik an den überzogenen Kurszuwächsen teilen wir nicht, starteten sie doch von extrem niedrigen Niveaus. Der Ausblick für die Aktienmärkte bleibt mittelfristig optimistisch. Wir sehen in den USA und in Europa noch Luft nach oben bis hin zu neuen Höchstständen. Ein langsam anziehendes Wirtschaftswachstum und beginnende Zinssenkungszyklen dürften 2024 die Aktienmärkte unterstützen. Ebenso fehlt weiterhin jedes Zeichen einer Erosion der Unternehmensgewinne in den Blue-Chip-Indizes.

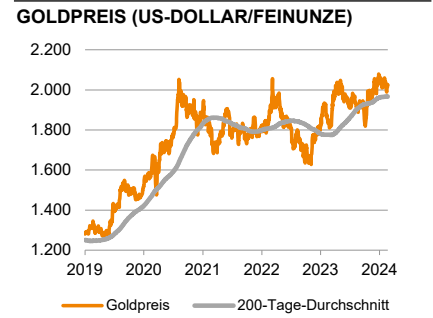
### Anlagemöglichkeiten:

Insbesondere die großen Tech-Werte liefern starke Gewinne aus den Wachstumsparthen. Hier sehen wir weiteres Potenzial. Die Markterwartungen an die Zykliker sind gemäß des Wirtschaftsumfeldes konservativ.

## ROHSTOFFMÄRKTE UND DIGITAL ASSETS

### Gold

- » Ein im Januar etwas stärker als marktseitig erwarteter Anstieg (J/J) der US-Verbraucherpreise dämpfte jüngst die teilweise überzogenen Leitzinssenkungsfantasien der Anleger. Nun erwarten nur noch etwa 36% der Marktteilnehmer, dass ein Zinsschritt nach unten seitens der US-Notenbank bereits im Mai erfolgt. Vor Veröffentlichung der Inflationsdaten waren es noch über 50% gewesen. Die Aussicht auf spätere und langsamere Leitzinssenkungen drückte erstmals seit Mitte Dezember 2023 den Goldpreis zwischenzeitlich unter die 2.000-US-Dollar-Marke.
- » Die Entwicklungen der US-Renditen und der geopolitischen Gemengelage dürften den Goldmarkt in naher Zukunft weiterhin dominieren. Kurzfristig dürfte das gelbe Edelmetall mit Gegenwind vonseiten der etwas falkehaften geldpolitischen Rhetorik der Fed rechnen. Erst bei tatsächlichen Leitzinssenkungen seitens der Fed und EZB ab dem Sommer 2024 sehen wir den Goldpreis nachhaltig im Bereich der 2.000-US-Dollar-Marke.



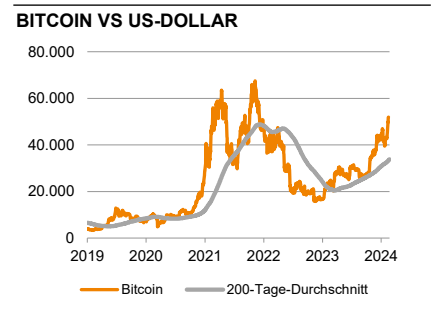
Quelle: LSEG

	21.2.2024	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
Goldpreis in USD	2.025	1.900	1.900	2.000
Goldpreis in Euro	1.873	1.760	1.760	1.850

Quelle: LSEG, DZ BANK Prognose

### Kryptomärkte

- » Die führende Kryptowährung Bitcoin zeigt beeindruckende Stärke und durchbrach nach einer Wartezeit von über zwei Jahren wieder die Marke von 50.000 US-Dollar. Damit kehrte die Marktkapitalisierung zurück in die Region oberhalb 1 Billion US-Dollar. Seit Anfang Februar konnte Bitcoin ein Kursplus von über 20% vorweisen. Dabei dürften auch die Zuflüsse in Bitcoin-Spot-ETFs eine Rolle spielen. Allein in der vergangenen Woche erreichten diese ein Nettovolumen von immerhin rund 2,3 Mrd. US-Dollar. Zusammen halten die Vermögensverwalter nun rund 3,7% des gesamten umlaufenden Bitcoin-Angebots in ihren ETFs. Auch der gesamte Krypto-Markt konnte von dem ETF-Hype profitieren und zeitweise eine Kapitalisierung in Höhe von 2 Billionen US-Dollar überschreiten. Eine Garantie für weitere zukünftige Kursgewinne sind die genannten Faktoren jedoch nicht.
- » Anhänger der Kryptowährung bezeichnen Bitcoin gern als „digitales Gold“. Ein Vergleich mit der Einführung von Gold-ETFs liegt daher nahe. Der nach wie vor größte Gold-ETF „SPDR Gold Shares“ von State Street, der 2004 als erster aufgelegt wurde, weist zwar derzeit ein deutlich höheres Fondsvolumen auf als alle Bitcoin-ETFs zusammen. Aktuelle Daten zeigen jedoch, dass dieser Gold-ETF und viele weitere zuletzt mit Mittelabflüssen zu kämpfen hatten. Bemerkenswert ist auch, dass seit 30 Jahren kein neu aufgelegter ETF in einem Monat mehr Fondsvolumen generiert hat als der Bitcoin-ETF von BlackRock mit 4,2 Mrd. US-Dollar und der von Fidelity mit 3,5 Mrd. US-Dollar.



Quelle: LSEG

**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:** 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

## 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 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 Sonstigen 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. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

- 4.1** 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.
- 4.2 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 von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.
- 4.3** Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.
- 4.4** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt 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.

### 5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 5.1** 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.
- 5.2** 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.
- 5.3** Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** 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.
- 5.4** 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.
- 5.5** 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.

### 6. Adressaten und Informationsquellen

- 6.1 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.

## 6.2 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.

## 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**.

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 im 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 Kursbewertungen, 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 Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der

Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

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

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

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

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen

Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

#### **Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability**

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 Sustainability (Powered by Sustainability) 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.

**Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.**