



Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



Chancen & Risiken 2026 – das „A“ und „O“ im nächsten Jahr

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

Wirtschaft und Finanzmärkte stellen sich für die nähere Zukunft in aller Regel auf die Szenarien ein, denen die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit beigemessen wird. **Alternative Entwicklungen, die (zu) unwahrscheinlich oder schwer greifbar sind, bleiben meist auf der Strecke**, wenngleich allen Beteiligten bewusst ist, dass jedes Jahr Überraschungen mit teils gravierenden Auswirkungen bereithält. **Unsere Liste derartiger Chancen („O“) und Risiken („A“) außerhalb des unseren Prognosen zugrunde gelegten Hauptszenarios** dürfte zwar nur einen Auszug aus einer breiten Palette alternativer Pfade darstellen. Um das **Bewusstsein für Entwicklungen abseits der vorherrschenden Meinung zu schärfen**, genügt sie aber allemal.

- » **Optimismus in Deutschland:** Blühende Landschaften 2.0
- » **Orientierungswechsel in den USA:** America-First-Politik auf dem Prüfstand
- » **Ohne Konflikte:** 2026 als Jahr der militärischen Deeskalation
- » **Offensive** für mehr Effizienz durch **Künstliche Intelligenz**
- » **Opportunität Humanoide Roboter** für mehr Produktivität und Resilienz
- » **Optimierte Entwicklung von Medikamenten** durch Generative KI
- » **Omnipotenz der Qubits:** Quantencomputing und die Zukunft der Rechenkraft
- » **Oase der Energie:** Fusionsreaktor als unbegrenzte, klimaneutrale Quelle
- » **Antiglobalisierung:** Zunehmende Blockbildung und fragmentierter Welthandel
- » **Anhaltend schwelende Konflikte** im südchinesischen Meer
- » **Aggression vonseiten Russlands** in Richtung Baltikum und NATO nimmt zu
- » **Ausgangspunkt Paris** für die Euro-Krise 2.0
- » **Achsenverschiebung:** Die Welt rückt nach rechts
- » **Aus für Fritz:** Vorgezogene Bundestagswahlen in Deutschland
- » **Auf Kante genäht:** Verschuldung als Damoklesschwert für den Rentenmarkt
- » **Autonomie der US-Notenbank** in Gefahr – mit weitreichenden Folgen
- » **Absturzgefahr:** Rekorde als Vorboten für den Einbruch
- » **Ansteckungsgefahr:** Wenn Stablecoins die Finanzstabilität gefährden

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
10.11.2025 12:46 Uhr

INHALT

CHANCEN 2026: STÄRKER, EFFIZIENTER, FRIEDLICHER?	2
Politik setzt (wieder) die richtigen Akzente	2
Fortschritt und Wachstum durch Innovationen	3
RISIKEN 2026: POTENZIELLE HERAUSFORDERUNGEN VORAUSS	5
Geopolitik – ohnehin angespannte Lage mit Eskalationsrisiko	5
Politik als Hort der Stabilität? Das war einmal!	7
Kapitalmarktrisiken – wird die rosarote Brille aus 2025 beiseitegelegt?	8
I. IMPRESSUM	11

Ersteller:
Monika Boven, Economist
Sören Hettler, ANALYST
Sonja Marten, ANALYSTIN
Michael Kopmann, ANALYST
Sophia Oertmann, ANALYSTIN
Günther Scheppeler, ANALYST

CHANCEN 2026: STÄRKER, EFFIZIENTER, FRIEDLICHER?

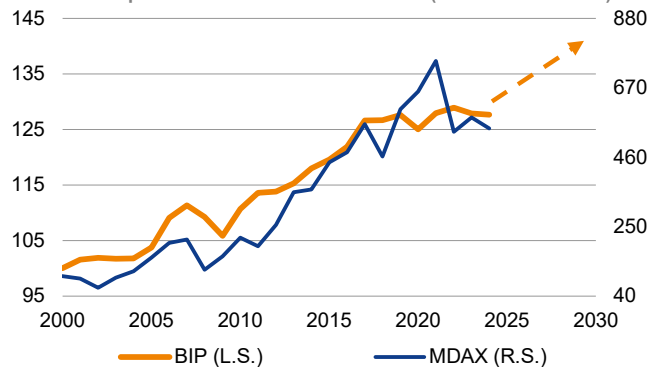
Politik setzt (wieder) die richtigen Akzente

Optimismus in Deutschland: Blühende Landschaften 2.0

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einer schwierigen Phase. So bewegt sich das Bruttoinlandsprodukt aktuell auf dem Niveau des Jahres 2019, mit anderen Worten wurde seit rund fünf Jahren kein nachhaltiges Wirtschaftswachstum verzeichnet. Die Bundesregierung um Kanzler Merz will das ändern. Die **finanziellen Voraussetzungen hierfür sind dank Sondervermögen und Ausnahmen von der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben so gut wie lange nicht**. Sollten die fiskalischen Spielräume in den nächsten Monaten zielgerichtet eingesetzt werden, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zu verbessern, könnte dies den Boden für eine Art Aufbruchsstimmung bereiten. Um ein nachhaltig höheres Wirtschaftswachstum zu erreichen, sind neben Investitionen in die digitale und physische Infrastruktur flankierende Maßnahmen notwendig. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die **Beschleunigung von Planungsprozessen und den Abbau von Bürokratie**. Einer sprichwörtlichen Kettensäge bedarf es hierfür zwar nicht, mit der Nagelschere dürfte es jedoch ebenfalls nicht getan sein. Eine hierdurch sowie durch Reformen bei der Renten- und Pflegeversicherung **demonstrierte Handlungsfähigkeit des Staates hätte zudem das Potenzial, die Konsum- und Investitionsfreude bei hiesigen Verbrauchern signifikant zu stimulieren**. So ist die Sparquote in Deutschland eine der höchsten in Europa und weltweit. Mit diesen Stellschrauben würde es gelingen, die Volkswirtschaft im Kern der Europäischen Union nicht nur vorübergehend, sondern dauerhaft auf einen höheren Wachstumspfad zu bringen.

Entschlossenes Handeln der Bundesregierung schafft Boden für nachhaltig höheren Wachstumspfad

Deutsche Wirtschaft findet Wachstumspfad - und zieht Aktienmärkte mit
Bruttoinlandsprodukt Deutschlands und MDAX (Index: 12.2000=100)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Sind die sinkenden Umfragewerte Trumps ein Vorbote für die Midterms?
Umfragewerte (Approval Ratings) des US-Präsidenten (in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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

Am privaten Konsum mangelt es in den USA zwar sicherlich nicht, ist dieser doch weiterhin die wichtigste Stütze der robust auftretenden US-Wirtschaft. Allerdings konzentriert sich auch dort ein Großteil der Aufmerksamkeit auf die **Politik des Präsidenten**. Dieser kann vor allem dank der vollen Rückendeckung des Kongresses seine Vorstellungen in wesentlichen Teilen umsetzen, unter anderem mit Blick auf die Handelspolitik. **Im Zuge der Midterm-Wahlen im Herbst 2026 könnte sich dies ändern**, werden hier doch alle Abgeordneten des Repräsentantenhauses sowie ein Drittel der Senatorinnen und Senatoren neu gewählt. Von den 33 Sitzen, die im Senat zur Disposition stehen, gehen aktuell 22 auf das Konto der Republikaner. Könnten die Demokraten vier dieser Sitze erobern und die eigenen Senatorenposten verteidigen, würden die Mehrheitsverhältnisse zugunsten der momentanen

Midterm-Wahlen könnten die USA wieder näher an frühere Partner heranrücken lassen

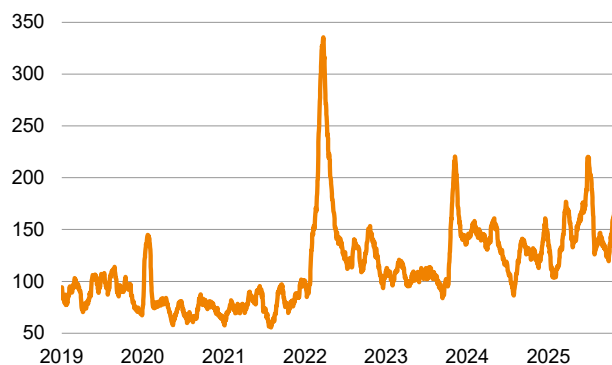
Oppositionspartei kippen. In der Folge hätte es US-Präsident Trump zumindest schwerer, seine Ideen 1:1 in die Tat umzusetzen. Zeit und Ressourcen in der US-Administration würden in den Auseinandersetzungen mit dem Kongress gebunden, die in den ersten beiden Amtsjahren unter anderem dazu verwendet wurden, die Machtposition in der Welt auszubauen. **Eine Stabilisierung des Status quo mit der Chance auf eine geopolitische Annäherung mit (früheren) Partnern, beispielsweise der Europäischen Union, könnte die Folge sein** – ein kleiner Schritt weg von America-First hin zu „das Wir gewinnt“.

Ohne Konflikte: 2026 als Jahr der militärischen Deeskalation

Nicht erst seit Trump im Weißen Haus hat „das Wir“ auf der weltpolitischen Bühne wenig zu melden. Dies zeigt sich besonders deutlich an den **bestehenden militärischen Auseinandersetzungen**. Aus europäischer Sicht sind hier vor allem die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten zu nennen. **Während zumindest im Gazastreifen vor dem Hintergrund der vereinbarten Waffenruhe zwischen Israel und der Terrororganisation Hamas berechtigte Hoffnungen auf ein Ende der Kampfhandlungen bestehen**, ist im Osten Europas hiervon wenig zu erkennen. Offenbar spielt der russische Staatschef auf Zeit und versucht, den US-Präsidenten mit Worten zu besänftigen, während er an der Front die Raketen und Drohnen sprechen lässt. Aktuell deutet zwar wenig darauf hin, dass der Ukraine-Krieg beendet wird. Allerdings ist **keineswegs auszuschließen, dass es den USA und der EU gelingt, in den nächsten Monaten einen für alle Beteiligten akzeptablen Pfad zum Frieden aufzuzeigen**. Sowohl aus gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Perspektive als auch aus Sicht der Finanzmärkte wäre ein Ende der Kampfhandlungen direkt vor der Haustüre von NATO und Europäischer Union zweifellos eine positive Nachricht.

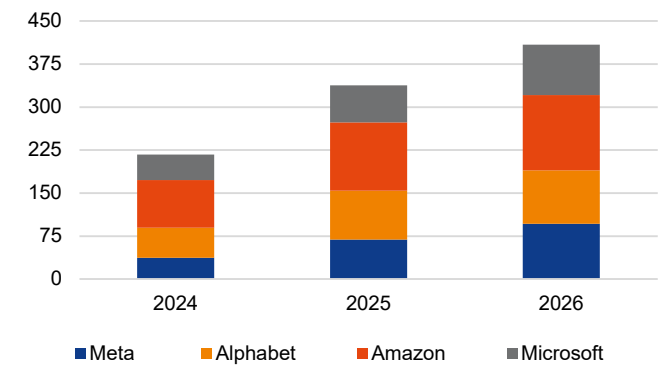
Nachhaltige Befriedung in Nahost und der Ukraine nicht nur aus wirtschaftlicher Sicht wünschenswert

Geopolitische Lage seit längerem angespannt
Geopolitischer Risikoindex (GPR)



Quelle: <https://www.matteoiaacoviello.com/gpr.htm>, DZ BANK

Investitionen in den Bereich Künstliche Intelligenz ziehen deutlich an
Investitionen ausgewählter US-Tech-Giganten (in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Fortschritt und Wachstum durch Innovationen

Offensive für mehr Effizienz durch Künstliche Intelligenz

Positive Nachrichten gab es im Jahr 2025 insbesondere aus dem Bereich **Künstliche Intelligenz, deren Nutzung in europäischen Unternehmen erheblich zugenommen hat**. Laut einer Studie setzen inzwischen 65% der Großunternehmen und 30% der Mittelständler KI produktiv ein. Die Skalierung bleibt indes oft hinter den Erwartungen zurück, wobei Fachkräftemangel, unzureichende Datenqualität und regulatorische Unsicherheiten als Haupthemmnisse genannt werden. Auch die Migration bestehender IT-Systeme auf KI-kompatible Cloud-Lösungen stellt eine Herausforderung dar. **Kurzfristig könnten beispielsweise autonome KI-Agenten, die selbstständig mehrstufige Aufgaben koordinieren, die Adoptionsrate beschleunigen**.

Potenziele Künstlicher Intelligenz werden in Unternehmen verstärkt gehoben – u.a. dank KI-Agenten

Zudem wird stark in KI-Infrastruktur investiert, um Modelle direkt am Einsatzort (Edge-KI) zu betreiben und so die Wartezeit auf Antworten (Latenzen) zu reduzieren.

Opportunität Humanoide Roboter für mehr Produktivität und Resilienz

Ein bislang oftmals noch wenig beachtetes Einsatzgebiet Künstlicher Intelligenz sind **Humanoide Roboter**. Dabei handelt es sich um Maschinen, deren Form und Bewegung dem menschlichen Körper nachempfunden sind – etwa mit zwei Armen, zwei Beinen und einem Rumpf. Sie versprechen eine **Automatisierung von Aufgaben und Prozessen, die bisher menschliches Geschick erforderten**. Ihre Bauweise ermöglicht die Integration in bestehende, auf Menschen zugeschnittene Anlagen. Sinkende Kosten für Sensoren und Rechenleistung, der globale Arbeitskräftemangel sowie der Bedarf an resilienteren Fertigungskapazitäten treiben die Nachfrage nach derartigen autonomen Systemen an. **Unternehmen könnten dadurch ihre Produktivität steigern, Kosten senken und flexibler agieren**. Während ein universeller Haushaltsroboter noch einige Zeit auf sich warten lassen dürfte, könnten **humanoide Systeme in Pilotprojekten oder als spezialisierte Assistenzroboter bereits im Jahr 2026 ihr Potenzial zeigen**.

Humanoide Roboter als Helfer in der Industrie (und irgendwann auch im Haushalt)

Optimierte Entwicklung von Medikamenten durch Generative KI

Künstliche Intelligenz hat nicht nur das Potenzial, die Effizienz in Unternehmen zu steigern sowie Aufgaben in Industrie und Haushalten zu übernehmen. Vielmehr **revolutioniert Generative KI derzeit die biomedizinische Forschung**. Neue Moleküle, Proteine und Impfstoffkandidaten werden auf Basis von Milliarden biologischer Daten neu „erfunden“. Dies ist möglich, da biologische Systeme bestimmten Regeln folgen, die KI-Sprachmodelle aus großen Datenmengen extrahieren und verallgemeinern können. Ein solcher Durchbruch, etwa bei Impfstoffen gegen Zivilisationskrankheiten wie Krebs, Alzheimer oder Herz-Kreislauf-Erkrankungen, würde **nicht nur Leben verlängern, sondern auch enorme Gesundheitskosten sparen und die Produktivität steigern**. Für den Kapitalmarkt wäre dies ein großer Schub, besonders für Gesundheits-, Pharma- und Biotech-Werte sowie für Anbieter von Rechenleistung und Cloud-Infrastruktur.

Zahlreiche Volkskrankheiten könnten dank Generativer KI bald der Vergangenheit angehören

Omnipotenz der Qubits: Quantencomputing und die Zukunft der Rechenkraft

Hoffnungen auf einen **Sprung bei der Leistungsfähigkeit von Künstlicher Intelligenz und anderen rechnergestützten Anwendungen ruhen auf dem perspektivischen Einsatz von Quantencomputern**. Diese nutzen Quantenbits (Qubits), die – im Gegensatz zu klassischen Bits – Zustände von 0 und 1 gleichzeitig einnehmen können. Dies ermöglicht, komplexe Berechnungen parallel und damit extrem schnell auszuführen. **Die immense Rechenkraft könnte einen Durchbruch ähnlich der Erfindung des Internets bedeuten**. Quantencomputing verspricht neue Materialien zu entdecken, die Medikamentenentwicklung zu beschleunigen und Finanzanalysen in Sekunden zu ermöglichen, die bislang mehrere Tage beanspruchen. Gleichzeitig bergen sie das Risiko, heutige Verschlüsselungen zu knacken. Aktuell gibt es Prototypen, die jedoch noch mit Fehlern und Stabilitätsproblemen kämpfen. Experten erwarten **bis 2026 keinen fehlerkorrigierten, kommerziell nutzbaren Quantencomputer, aber einen „praktischen Quantenvorteil“ in Nischen wie Logistik- oder Materialoptimierung**.

Quantencomputer vor dem Durchbruch – eben doch nicht alles nur 0 oder 1

Oase der Energie: Fusionsreaktor als unbegrenzte, klimaneutrale Quelle

Nicht nur den zunehmenden **Energiehunger im IT-Bereich, sondern für Wirtschaft und Gesellschaft insgesamt könnten Fusionsreaktoren stillen**. Sie versprechen die Energie der Sonne nachzubilden, indem sie leichte Atomkerne (Deuterium und Tritium) verschmelzen. Dies könnte **nahezu unbegrenzt, CO₂-frei und ohne langlebigen Atommüll Energie liefern**. Ein solcher epochaler Durchbruch

Unbegrenzte und CO₂-freie Energie ohne Risiken dank Durchbruch bei Fusionsreaktoren

würde die zugehörigen Preise massiv senken, geopolitische Abhängigkeiten reduzieren und die Elektrifizierung energieintensiver Industrien – etwa Stahl, Chemie und Wasserstoffproduktion – klimaneutral ermöglichen. Zwar **bestehen weiterhin enorme technische Hürden**, wird doch beispielsweise der Testreaktor ITER im südfranzösischen Cadarache voraussichtlich frühestens ab 2035 Nettoenergie erzeugen, bei kommerziellen Reaktoren könnte dies laut Internationaler Energieagentur sogar erst in den 2040ern der Fall sein. Private Unternehmen investieren jedoch derzeit mit Unterstützung von weltweit bekannten Tech-Größen verstärkt (vor allem Risikokapital) in diese Technologie. **Ein funktionierender Fusionsreaktor sollte sich als echter umweltfreundlicher Wachstumsturbo** erweisen, da Energieeinsatz, Wirtschaftswachstum und Wohlstand historisch untrennbar miteinander verbunden sind.

RISIKEN 2026: POTENZIELLE HERAUSFORDERUNGEN VORAUSS

Geopolitik – ohnehin angespannte Lage mit Eskalationsrisiko

Antiglobalisierung – zunehmende Blockbildung und fragmentierter Welthandel

Die Globalisierung war in den vergangenen Jahrzehnten aus volkswirtschaftlicher Sicht ein bedeutender Wohlstandstreiber. Der Ansatz ist zwar simpel – Länder konzentrieren sich auf die Produktion von international handelbaren Gütern und Dienstleistungen, bei denen sie einen (komparativen) Vorteil haben, und importieren im Gegenzug die Dinge, bei denen andere Nationen besser aufgestellt sind. Bei genauerem Hinsehen gestaltet sich diese Herangehensweise jedoch seit einiger Zeit äußerst kompliziert. Hierzu beigetragen hat zum einen die **geopolitische Blockbildung**, die vor allem seit dem russischen Angriff auf die Ukraine dynamisch zugenommen hat. Die **Fragmentierung des Welthandels**, also eine Verlagerung der Handelsströme in ideologisch ähnliche Blöcke („westliche“ vs. autokratische Staaten), und eine damit einhergehende **Beeinträchtigung des Wachstumspotenzials sind die Folge**. Zu beobachten sind die Auswüchse dieser geopolitischen Spaltung derzeit an den angespannten Handelsbeziehungen zwischen den USA und China. Derartige Streitigkeiten haben weitreichende Folgen, wie die Diskussion um fehlende Chips in der deutschen Industrie Ende Oktober zeigen. Dass die US-Handelspolitik auch vor Schritten gegen die eigentlichen Partner nicht zurückschreckt, macht die Lage für den Welthandel und seine wohlstandsstiftenden Potenziale keineswegs besser. Eine weitere Eskalation hin zu einem ausgewachsenen **globalen Handelskrieg würde in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten erhebliche Spuren hinterlassen**. Dies haben entsprechende Befürchtungen im Zuge des Zollchaos Anfang April 2025 eindrucksvoll demonstriert.

April 2025 als Vorgeschmack auf die Folgen eines globalen Handelskrieges

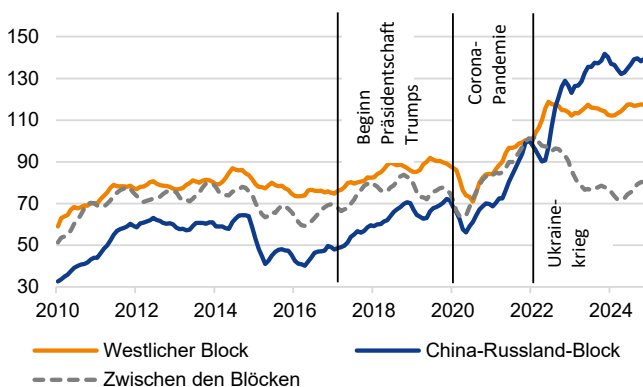
Anhaltend schwelende Konflikte im südchinesischen Meer

Einen zusätzlichen Schub könnte die geopolitische Blockbildung erfahren, sollten die seit Jahrzehnten **schwelenden Spannungen in der Taiwanstraße auf militärischer Ebene eskalieren**. Ende Oktober meldeten chinesische Medien mit Verweis auf das dortige Militär, dass Einheiten der Volksbefreiungsarmee kürzlich Luftblockaden und Präzisionsschläge im See- und Luftraum um die Insel Taiwan trainiert hätten. Ein hochrangiger Staatsbeamter des Landes forderte zuletzt eine „friedliche Wiedervereinigung“. Äußerungen von Präsident Xi in den letzten Jahren lassen zudem vermuten, dass eine **militärische Lösung der nach Ansicht Pekings „inneren Angelegenheit“ als mögliche Option auf dem Tisch** liegt. Dies würde möglicherweise die USA auf den Plan rufen. US-Außenminister Rubio betonte jüngst, dass sich die USA zur Sicherung der Verteidigungsfähigkeit Taiwans verpflichtet hätten. Eine **direkte Konfrontation zweier militärischer Großmächte in der Region**

Im südchinesischen Meer treffen diverse „Gebietsansprüche“ aufeinander

könnte die Folge sein – mit entsprechenden Konsequenzen für die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen „West“ und „Ost“, die globale Konjunktur sowie die Stimmung an den Finanzmärkten. Ein **weiteres Spannungsfeld im südchinesischen Meer sind die Spratly-Inseln**. Gleich sechs Länder aus der Region, darunter China, die Philippinen und Vietnam, beanspruchen sich überschneidende Gebiete der strategisch wichtigen Gruppe von zahlreichen Riffen, Atollen und kleinen Inseln für sich. Die USA patrouillieren mit Kriegsschiffen in der Region, um das Prinzip der freien Seeschifffahrt zu untermauern. **Zuletzt kam es vermehrt zu Zwischenfällen, insbesondere zwischen China und den Philippinen** und teils unter Beteiligung von Schiffen von Marineeinheiten und Küstenwache.

Fragmentierung des Welthandels als Risiko für den globalen Wohlstand
Globaler Güterhandel, Indizes Januar 2022 = 100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geopolitisches Spannungsfeld südchinesisches Meer
Geografische Lage



Quelle: Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), DZ BANK

Aggression vonseiten Russlands in Richtung Baltikum und NATO nimmt zu Bereits in einem **hybriden Krieg mit Russland befinden sich nach Meinung zahlreicher Sicherheitsexperten Europa und die USA**. Sabotageakte auf die Infrastruktur zu Wasser, zu Land und in der Luft, gezielte Desinformation und Spionageaktivitäten sowie Provokationen durch Luftraumverletzungen werden Moskau vorgeworfen. Pro-russische Hackergruppen werden teils mit staatlicher Unterstützung für Cyberangriffe auf westliche Länder verantwortlich gemacht. Erst im Oktober sollen moskautreue „Hacktivisten“ das Deutsche Vergabeportal, das von zahlreichen Behörden genutzt wird, für mehrere Tage lahmgelegt haben. Zudem **spielt Künstliche Intelligenz im Rahmen der hybriden Kriegsführung eine immer größere Rolle**, sei es bei der Auswahl lohnender Ziele oder bei der Generierung glaubwürdiger Texte und sogenannter Deepfakes in Desinformationskampagnen. Künftig könnte KI eingesetzt werden, um Schadsoftware selbstständig an neue Sicherheitsmechanismen anzupassen, gezielter glaubwürdige Falschmeldungen in sozialen Netzwerken zu streuen und gesellschaftliche, wirtschaftliche oder militärische Schwachstellen automatisch analysieren zu lassen. Es mag zwar keine Fortsetzung der Terminator-Reihe dabei herauskommen, für eine erhöhte Verunsicherung in den betroffenen Gesellschaften sowie eine Schwächung oder gar Destabilisierung einzelner Länder und Demokratien sind die genannten Instrumente aber allemal gut. **Hiermit gehen nicht nur Kosten auf gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Ebene einher**. Vielmehr ist der Schritt von der hybriden Kriegsführung hin zu einem konventionellen Konflikt womöglich nicht allzu weit. In Sicherheitskreisen wird offen davor gewarnt, dass Russland spätestens ab 2028 einen Angriff auf NATO-Staaten durchführen könnte.

Hybrider Krieg zwischen Moskau und westlichen Ländern mit Eskalationsrisiken – auch durch KI

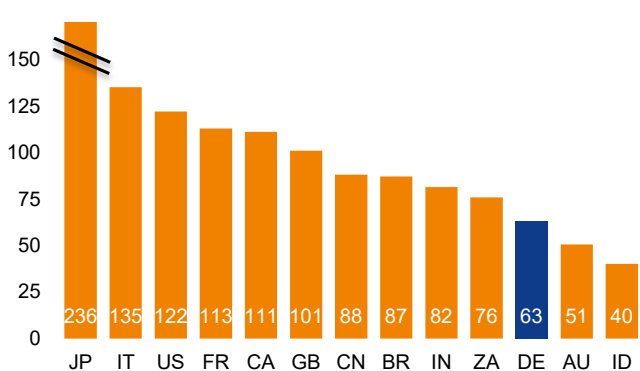
Politik als Hort der Stabilität? Das war einmal!

Ausgangspunkt Paris für die Euro-Krise 2.0

Die Rangfolge der politischen Sorgenkinder ist auf den Kopf gestellt worden. **Seit Sommer 2024 blickt die gesamte Eurozone mit Stirnrunzeln in Richtung Paris, wo ein Regierungschef nach dem nächsten gestürzt wird.** Innerhalb von drei Jahren hat sich das Durchschnittsrating der Grande Nation von AA auf A+ verschlechtert. Das macht sich auch am EWU-Staatsanleihemarkt bemerkbar, wo französische Anleihen mittlerweile genauso hohe Aufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen wie ihre italienischen Pendanten verzeichnen. Bislang profitiert Frankreich davon, dass das Vertrauen der Investoren in die Eurozone und ihre Institutionen in den letzten Jahren deutlich gestiegen ist. Ausschlaggebend dafür ist vor allem ein verstärkter Absicherungsmechanismus, der sich bei der EU in Form von NGEU und bei der EZB in Form von Anleiheankäufen und TPI offenbart hat. Sollte das positive Risikosentiment der Anleger kippen, **droht Frankreich ein Emporschießen in deutlich höhere Spreadspähren. Ein Katalysator hierfür könnten Neuwahlen in der Nationalversammlung oder gar ein vorzeitiger Rücktritt von Präsident Macron sein.** In beiden Fällen droht der rechtspopulistische Rassemblement National im Anschluss die politischen Zügel in die Hand zu nehmen. Über dessen wirtschaftspolitisches Profil herrscht große Ungewissheit – entsprechend hoch dürfte die Verunsicherung bei den Investoren sein. Im ungünstigsten Fall könnten auch **Ansteckungswirkungen bei den Risikoaufschlägen anderer hochverschuldeter EWU-Mitglieder nicht ausgeschlossen werden. Der Weg in eine Euro-Krise 2.0** mit entsprechenden Konsequenzen für die Gemeinschaftswährung und die zugehörige Wirtschaft wäre damit geebnet.

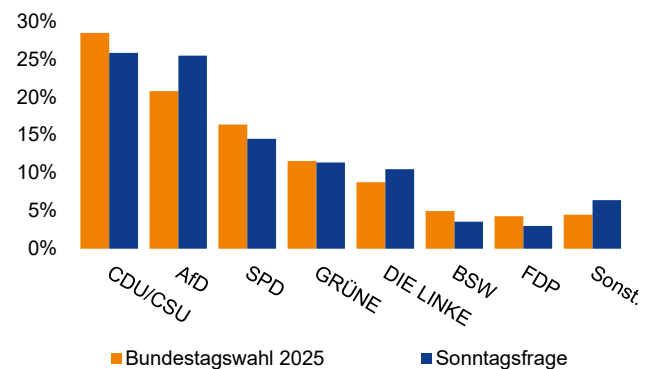
Frankreich wird zum neuen Sorgenkind der Eurozone, Lage könnte sich weiter zuspitzen

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



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

Union und AfD liefern sich in Umfragen ein Kopf-an-Kopf-Rennen
Sonntagsfrage Bundestagswahl: Umfragewerte* einzelner Parteien



Quelle: <https://www.wahlrecht.de/umfragen>, DZ BANK; *) Durchschnitt diverser Umfrageinstitute

Achsenverschiebung – die Welt rückt nach rechts

Nicht nur in Frankreich, sondern **auch in anderen westlichen Ländern ist seit einiger Zeit ein spürbarer Rechtsruck zu beobachten.** In den USA beherrscht Trumps konservative Politik das Geschehen, in Italien regiert seit 2022 Giorgia Meloni, in Österreich verzeichnet die FPÖ starken Zulauf, in Ungarn ist seit gut 15 Jahren durchweg Viktor Orban Regierungschef, in den Niederlanden war die PVV zumindest bis vor Kurzem an der Regierung beteiligt und in Deutschland kam die AfD bei der letzten Bundestagswahl auf 20% der Stimmen. **Setzt sich dieser Trend fort, besteht das Risiko, dass in immer mehr Ländern rechtspopulistische Parteien das Ruder übernehmen.** Da diese häufig (siehe Trump) eine protektionistische Wirtschaftspolitik verfolgen, birgt diese Entwicklung nicht nur

Zu beobachtender Zulauf für rechte Parteien birgt konkrete wirtschaftliche Risiken, gerade auch in Europa

politische, sondern auch konjunkturelle Risiken. Eine Studie des [Kiel Institut](#) kommt zu dem Schluss, **dass Volkswirtschaften unter populistisch-nationalistischen Regierungen deutlich langsamer wachsen**. Bereits nach wenigen Jahren läge das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf demnach rund 10% unterhalb des Niveaus eines „plausiblen Alternativszenarios“. Zudem nimmt die soziale Ungleichheit laut Studie stark zu (wobei zur Wahrheit auch gehört, dass dieser Effekt ebenso bei linksradikalen Parteien zu beobachten ist). **Dies ist zum einen auf den bereits oben genannten Protektionismus zurückzuführen, aber auch einer oft zu beobachtenden Erosion von Demokratie, Medien und Justiz geschuldet.** Mit Blick auf die Eurozone kommt als zusätzliches Risiko hinzu, dass nationalkonservative Parteien häufig kritisch auf die EU blicken. **Würde die politische Stimmung in der Eurozone (weiter) kippen, wäre dies fraglos ein Belastungsfaktor für den Euro, aber auch den europäischen Aktien- und Rentenmarkt.**

Aus für Fritz – vorgezogene Bundestagswahlen in Deutschland

Dieses Risiko bestünde wohl nicht zuletzt, wenn in Berlin, im Kern Europas, eine Bundesregierung unter Führung der AfD das Zepter in der Hand hielte. Die hierfür notwendige **vorgezogene Bundestagswahl** steht zwar aktuell nicht auf der Agenda, gänzlich auszuschließen ist sie jedoch nicht. So richtig erfolgreich waren Union und Sozialdemokraten mit ihrem ursprünglich ausgegebenen Vorhaben, im Gegensatz zu ihren Vorgängern ein Bild der Geschlossenheit zu vermitteln, jedenfalls bislang nicht. Rentenreform, Wehrpflicht, Besetzung von Posten am Bundesverfassungsgericht, Migration – die Liste der zutage getretenen Streitigkeiten ist schon nach wenigen Monaten lang. **Weniger als 30% sind gemäß Umfragen mit der Arbeit der Bundesregierung zufrieden.** Sollte es tatsächlich zu **Neuwahlen kommen, hätte die AfD (26%) laut Sonntagsfrage gute Chancen, stärkste Kraft zu werden.** Auf Landesebene dürfte dies den Rechtspopulisten bei den Wahlen in Sachsen-Anhalt und Mecklenburg-Vorpommern im September 2026 nach Einschätzung der Meinungsforschungsinstitute bereits gelingen, wodurch der Druck auf die Regierungskoalition in Berlin weiter zunehmen sollte. Dabei würden Union (25%) und Sozialdemokraten (14%) laut aktuellen Umfragen selbst gemeinsam die absolute Mehrheit im Bundestag verfehlen, sollte am Sonntag gewählt werden. **Sowohl aus Sicht der hiesigen Wirtschaft als auch aus der Perspektive der Finanzmarktteilnehmer sollte weder ein Rechtsruck im Bund noch eine längere Hängepartie attraktiv erscheinen.**

Auch in Deutschland drohten im Fall von vorgezogenen Bundestagswahlen Rechtsruck und Hängepartie

Kapitalmarktrisiken – wird die rosarote Brille aus 2025 beiseitegelegt?

Auf Kante genäht – Verschuldung als Damoklesschwert für den Rentenmarkt

An unruhestiftenden Ereignissen mangelte es im Jahr 2025 zwar definitiv nicht. Der guten Stimmung an den Finanzmärkten tat dies jedoch keinen Abbruch. Ironischerweise könnte dem **Rentenmarkt im kommenden Jahr Ungemach aus dem Bereich der Staatsanleihen** drohen, dem eigentlich sicheren Hafen im Anleihemarkt. So besteht das Risiko, dass in einigen Ländern des Euroraums Investitionen in die Infrastruktur und deutlich zunehmende Ausgaben in die Verteidigung in einem konjunkturell schwachen Umfeld die Summe aus „r“ (durchschnittlicher Zinssatz für Staatsschulden) minus „g“ (Wachstumsrate der Wirtschaft) positiv wird. Ein positiver Wert signalisiert ein **Problem bei der Schuldentragfähigkeit eines Landes.** Die Refinanzierungskosten der betroffenen Länder dürften infolgedessen signifikant zunehmen und gegebenenfalls die EZB mit ihrem Rettungsschirm TPI (Transmission Protection Instrument) auf den Plan rufen. Das Anwerfen der **Geldruckmaschine,**

Schuldentragfähigkeit im Euroraum und Chinas US-Staatsanleihefaustpfand – Risiko für den Rentenmarkt?

um die Staatsanleihen aufzukaufen, könnte am Ende zu einer erneuten, sehr hohen Inflation führen. Und als ob ein Damoklesschwert an den internationalen Rentenmärkten nicht genug wäre, ist vorstellbar, dass die **Regierung in Peking im Rahmen des US-Zollstreits als Gegenmaßnahme einen Teil oder sogar den gesamten chinesischen Bestand an US-Staatsanleihen veräußert**. Der daraus resultierende massive Anstieg der Renditen beziehungsweise Kursverfall der US-Treasuries würde die Refinanzierung der US-Staatsausgaben nahezu unmöglich machen. Darüber hinaus würden die Währungsreserven zahlreicher Länder rund um den Globus deutlich einbrechen. Die Folge wäre ein drastischer weltweiter Anstieg der Risikoprämien im Rentenmarkt.

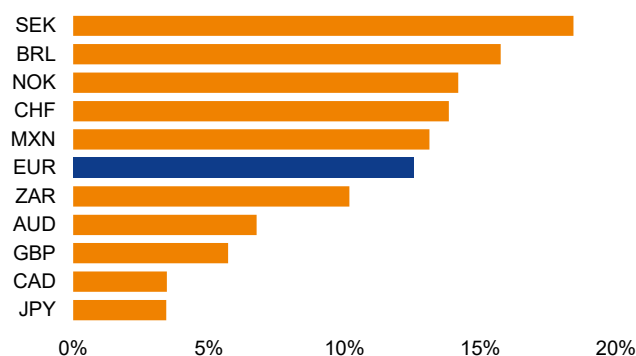
Autonomie der US-Notenbank in Gefahr – mit weitreichenden Folgen

Nicht nur Rentenmarktteilnehmer haben in den letzten Monaten die **Angriffe von US-Präsident Trump und seinem Umfeld auf die US-Notenbank** sehr genau beobachtet. Sollte es der US-Administration auf Basis der Anschuldigung des Hypothekenbetrugs gelingen, Vorstandsmitglied Cook zu entlassen, und sollte zudem der amtierende Notenbankvorsitzende Powell nach dem Vorbild seiner Vorgänger mit Ablauf der Amtszeit an der Spitze die Federal Reserve verlassen, hätte US-Präsident Trump Mitte 2026 fünf von sieben Mitgliedern des Vorstands der wichtigsten Zentralbank der Welt selbst ernannt. Dass es sich bei den Vertretern um geldpolitische Tauben mit einem Hang zur expansiven Geldpolitik handelt, versteht sich dabei von selbst. Sofern die Fed in dieser Zusammensetzung die **Zinsen stärker senkt als nach vorherrschender Meinung gerechtfertigt wäre oder gar über neue Anleihekäufe nachdenkt, dürfte die Zentralbankunabhängigkeit in den Augen der Marktteilnehmer nachhaltig beschädigt** werden. Mit einem starken Anstieg der Renditen bei langlaufenden Staatsanleihen wäre zu rechnen. Der **US-Dollar würde am Devisenmarkt voraussichtlich in Ungnade fallen und deutlich an Wert verlieren, während vor allem der Euro, andere G10-Währungen und Edelmetalle verstärkt nachgefragt** werden dürften. Zwar sollten Bundesanleihen als sicherer Hafen in einem solchen Szenario ebenfalls gesucht sein. Dieser Einfluss dürfte bei längeren Laufzeiten jedoch nicht genügen, um sich dem Aufwärtssog der US-Renditen zu entziehen.

Wird die Unabhängigkeit der US-Notenbank überschätzt? Darauf anlegen sollte man es jedenfalls nicht

Ist die US-Dollar-Abwertung aus 2025 nur der Anfang?

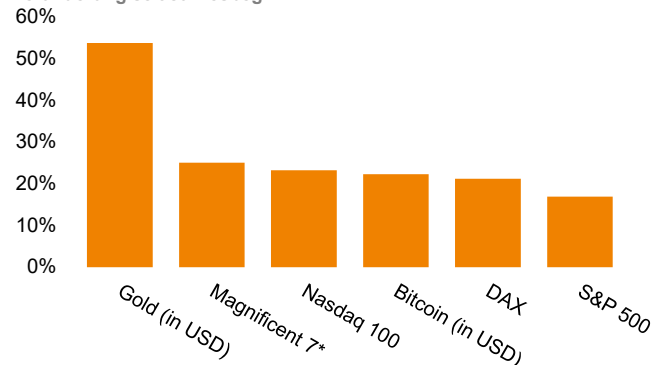
Kursentwicklung gegenüber US-Dollar seit Anfang 2025 (in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geht der Rekordjagd an den Finanzmärkten die Puste aus?

Veränderung seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, DZ BANK; *) Index aus Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, NVIDIA, Meta, Tesla

Absturzgefahr – Rekorde als Vorbote für den Einbruch

An den Finanzmärkten war das **Jahr 2025 geprägt von Rekorden – und zwar über diverse Anlageklassen hinweg**. Spätestens seit Anfang 2023 kennen DAX, S&P 500 (jeweils etwa +75%), Nasdaq 100 (+130%) & Co. sowie der Bitcoin (+600%)

Fundamental gerechtfertigt oder nur Finanzmarktblasen – wenn sich die Stimmung bei Aktien & Co. dreht

größtenteils nur eine Richtung: aufwärts! Dasselbe gilt im entsprechenden Zeitraum für das Industriemetall Silber (+100%) und den sicheren Hafen Gold (+120%). Zwar sprechen zahlreiche Indizien dagegen, dass es sich hierbei um Finanzmarktblasen handelt. **Gänzlich auszuschließen ist ein erheblicher Kurseinbruch auf absehbare Zeit jedoch nicht.** Nicht nur ist die geopolitische Gemengelage jederzeit für einen gravierenden Stimmungseinbruch gut, zugleich gibt es auch immer wieder Zweifel am Siegeszug Künstlicher Intelligenz, zumindest mit Blick auf die potenziellen Ertragsaussichten für die beteiligten Unternehmen. Gerade nach den dynamischen Kursanstiegen teils kleinerer KI-Unternehmen werden Erinnerungen an die Dotcom-Blase wach. Und ob sich sowohl Gold als auch sein unter Krypto-Befürwortern auserkorenes digitales Pendant weiterhin einer robusten Nachfrageseite gegenübersehen, bleibt ebenfalls abzuwarten. Insbesondere in den USA, wo viele Bürgerinnen und Bürger ihre Altersvorsorge mit Engagements sowohl am Aktienmarkt als auch in Kryptowährungen bestreiten, **würden deutlich niedrigere Kurse den für die Konjunktur wichtigen Konsum spürbar beeinträchtigen.**

Ansteckungsgefahr – wenn Stablecoins die Finanzstabilität gefährden

Eine Unterkategorie der Kryptowährungen, die zuletzt verstärkt Aufmerksamkeit erfahren hat, sind Stablecoins. Deren Ziel ist es, die Vorteile von Kryptowährungen mit der Stabilität etablierter Währungen, vor allem den US-Dollar, zu verbinden. Vertrauen soll durch die vollständige Deckung mit (mutmaßlich) sicheren und liquiden Vermögenswerten, darunter Staatsanleihen und Bankeinlagen, „importiert“ werden. Nach vorherrschender Meinung dürfte die **Bedeutung von Stablecoins auf absehbare Zeit erheblich zunehmen** (Schätzungen reichen bis 2.000 Mrd. USD Marktkapitalisierung), insbesondere da sie Transaktionen über Ländergrenzen hinweg einfacher und günstiger als im traditionellen Finanzsystem ermöglichen. Die meisten Stablecoins haben sich in den letzten Jahren zwar als robust gegenüber Krisen präsentiert, Vertrauen kann jedoch schnell verloren gehen. **Sollte ein relevanter Stablecoin in Turbulenzen geraten, wäre mit Ansteckungseffekten weit über das Krypto-Segment hinaus zu rechnen.** Im Zuge der „Fluchtbewegung“ müssten die Reserven aufgelöst werden. Ein erheblicher Kurseinbruch bei Staatsanleihen und ein massiver Liquiditätsabfluss bei Geschäftsbanken könnte die Folge sein. **Dass eine solche Kettenreaktion schnell ins Rollen kommen kann, hat die Krise der US-Regionalbanken im März 2023 demonstriert**, die weltweit eine erhebliche Verunsicherung an den Finanzmärkten ausgelöst und damit schlussendlich auch zum Kollaps der Credit Suisse beigetragen hat.

Zunehmende Bedeutung von Stablecoins und deren möglicher Einfluss auf die Finanzstabilität

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

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender),
Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi,
Johannes Koch, Michael Speth

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

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.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser 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 **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 Zutrittsperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die
Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen
nur nach dem Need-to-know-Prinzip kommuniziert werden.

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**.

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 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 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 Wertpapiernebenleistungsdienstleistungen. 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 Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus

Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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