

# FRIEDRICH

**Research. Trends. Analysen.**

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG für Privatkunden.



Veröffentlicht am:  
6.6.2025 14:22 Uhr

Erstellerin:  
Tanja Pecher, Redaktion



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

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

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

Profitieren auch Sie von diesem Mehrwert Wissen:

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

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthusen

Dr. Michael Holstein

# Neue Gewissheiten ...

## EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

Gewissheiten sind ein hohes Gut und in politisch angespannten Zeiten umso wertvoller. Unabhängigen Zentralbanken kommt in diesem Zusammenhang eine überaus wichtige Rolle zu, stehen sie doch für wirtschaftliche Stabilität, gerade weil ihre geldpolitischen Entscheidungen nicht durch politische Interessen beeinflusst sind bzw. sein sollen. Dies wiederum ermöglicht es, Inflationsziele konsequent zu verfolgen, die Währung zu stabilisieren und das Vertrauen der Investoren und der Bevölkerung zu sichern.

Allerdings stehen die Zentralbanken vor zahlreichen Herausforderungen, und das nicht nur angesichts der geopolitischen Entwicklungen, sondern auch vor dem Hintergrund des technologischen Fortschritts und nicht zuletzt aus dem System selbst heraus. So sorgte der Pandemieschock dafür, dass die EZB derzeit ihre geldpolitische Strategie überprüft, um in Zukunft flexibler reagieren zu können. Denn Risikofaktoren – der Finanzmarkt identifiziert fünf, darunter Deglobalisierung und Verschuldung – könnten die Inflationsentwicklung maßgeblich beeinflussen. Auf dem Prüfstand stehen in diesem Zusammenhang auch die geldpolitischen Instrumente der EZB, speziell das „Quantitative Easing“, also der umfangreiche Ankauf von Staatsanleihen, und die „Forward Guidance“, mit der vor allem Erwartungen gesteuert werden sollen.

Mit Blick auf die Digitalisierung stellt nicht nur der Einsatz neuer Technologien wie DLT die Zentralbanken vor neue Aufgaben. In der digitalen Welt gilt es auch, das eigene Ankerprodukt, das Bargeld, zu modernisieren und damit konkurrenzfähig zu anderen Lösungen zu halten. Genau dies ist das Ziel des Projekts „digitaler Euro“ der EZB. Ab 2028 könnte die neue Geldform den Bürgerinnen und Bürgern zum Bezahlen im Alltag zur Verfügung stehen und das aktuelle System aus Bargeld der Zentralbank und Giralgeld der Geschäftsbanken ergänzen.

Einen Einblick in die Welt der Kryptowährungen gewährt uns unter anderem Claus George, der als Experte aus dem Transaction Banking der DZ BANK mit digitalen Lösungen befasst ist. In unserem Experten-Interview gibt er zudem einen Ausblick darauf, wie wir in Zukunft mit digitalem Geld bezahlen können und welche Vor- und Nachteile sich darüber hinaus ergeben.

Viel Spaß bei der Lektüre!

Ihr DZ BANK Research-Team

# Inhalt

AUSGABE #2/2025



## KAPITEL 1

### Unabhängigkeit der Notenbank

Garant für wirtschaftliche Stabilität

Seite 6



## KAPITEL 2

### Mangelnde Unabhängigkeit einer Zentralbank

Der Fall Türkei

Seite 9



## KAPITEL 3

### Die Angst, die Rally zu verpassen

(Europas) Aktien und Gold im Höhenflug

Seite 12



## KAPITEL 4

### Zentralbank-Kommunikation und die Märkte

Auf die Details kommt es an

Seite 16



## KAPITEL 5

### Geldpolitik auf dem Prüfstand

Lehren aus dem jüngsten Inflationsschock

Seite 19



**KAPITEL 6**  
**Mischpult**  
Musterportfolio

Seite 23



**KAPITEL 7**  
**Fragiles Gleichgewicht zwischen Zinsen, Inflation, und Aktien**  
Klassische Modelle vs. eigene Wege

Seite 27



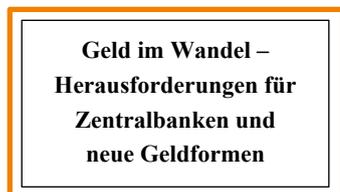
**KAPITEL 8**  
**De-Dollarization**  
Ist der Status des Dollars in Gefahr?

Seite 30



**KAPITEL 9**  
**Gold war, Bitcoin wird?**  
Traditionelle und potenzielle Währungsreserven

Seite 33



**KAPITEL 10**  
**Experten-Interview**

Mit Claus George, Experte für Transaktionsmanagement

Seite 36



**KAPITEL 11**  
**Digitaler Euro der EZB**

„Bargeld“ für das digitale Zeitalter

Seite 40



**KAPITEL 12**  
**Glosse**  
Diogenes über letzte Gewissheiten

Seite 43



## **Unabhängigkeit der Notenbank Garant für wirtschaftliche Stabilität**

Birgit Henseler, Analytistin

**Das oberste Gericht der USA hat entschieden, dass die US-Notenbank Federal Reserve unabhängig bleibt und nicht vom Präsidenten beeinflusst werden darf. Hintergrund ist der Druck von US-Präsident Trump auf die Zentralbank und deren Vorsitzenden Powell, einschließlich lauten Forderungen nach Zinssenkungen. Die Entscheidung des Gerichts sichert die Stabilität der Zentralbank und ermöglicht, langfristig erfolgreich die Inflation zu bekämpfen und wirtschaftliches Wachstum zu fördern.**

„Die Federal Reserve ist eine einzigartig strukturierte, quasi-private Einrichtung, die in der besonderen historischen Tradition der First and Second Banks of the United States steht“. Was sich sehr sperrig anhört, ist ein aktuelles Urteil des obersten Gerichts (Supreme Court) der Vereinigten Staaten. Dieses hat entschieden, dass die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) von den Einflussmöglichkeiten des US-Präsidenten unangetastet bleiben muss. Damit ist die US-Notenbank vor Einmischung der US-Regierung geschützt und der Fed-Vorsitzende Powell von einem möglichen Entlassungsrecht des US-Präsidenten ausgenommen. Trump kann Powell nicht willkürlich seines Amtes entheben, nur weil ihm die geldpolitische Ausrichtung der Fed nicht passt. Diese Entscheidung schützt die Zentralbank vor politischen Eingriffen und stellt ihre Unabhängigkeit auf eine feste rechtliche Grundlage.

Hintergrund dieses Urteils ist der wiederholte Versuch des US-Präsidenten, Einfluss auf die Notenbank auszuüben. Dabei hat er zuletzt immer wieder Fed-Chef Powell ins Visier genommen und mehrfach mit seiner Kündigung kokettiert. So hatte er die provokative Forderung gestellt, dass Powells Entlassung nicht schnell genug kommen kann. („Powell's termination cannot come fast enough.“). Zudem beschimpfte er Powell als Verlierer oder als Herr-zu-spät („Loser“; „Mister too late“). Auf diese Unberechenbarkeit haben die Finanzmärkte prompt reagiert: Die Aktienmärkte verzeichneten Kursverluste, während die Renditen der US-Staatsanleihen stiegen – ein Zeichen wachsender Unsicherheit.

### Ein neuer Tweet von US-Präsident Trump und schon steigt die Unsicherheit In Indexpunkten



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

### Unabhängigkeit – unerlässlich für die geldpolitische Zielerreichung

Die Richter am Supreme Court betonten in ihrem Urteil, dass die US-Notenbank in der Tradition der historischen First und Second Banks of the United States steht, also bewusst außerhalb direkter politischer Steuerung etabliert wurde. Dieser Sonderstatus der US-Notenbank dient einem höheren Ziel: der Wahrung der geldpolitischen Unabhängigkeit, fernab parteipolitischer Einflussnahme oder kurzfristiger politischer Interessen. Die Vorteile unabhängiger Notenbanken sind gut belegt. Zahlreiche empirische Studien und historische Erfahrungen zeigen, dass unabhängige Zentralbanken erfolgreicher bei der Inflationsbekämpfung sind. Damit haben sie zugleich bessere Rahmenbedingungen für ein langfristiges Wirtschaftswachstum geschaffen.

Unabhängige Zentralbanken sind nicht dem kurzfristigen politischen Druck ausgesetzt, etwa die Zinspolitik zu Gunsten von Wahlzyklen oder staatlichen Ausgabenprogrammen zu beeinflussen. Damit soll ein Anstieg der Inflationsraten verhindert werden, der in der Regel vor allem einkommensschwächere Haushalte besonders hart trifft, da sie einen größeren Teil ihres Budgets für lebensnotwendige Güter wie Lebensmittel, Miete und Energie aufwenden müssen. Mit einer unabhängigen Zentralbank geht nicht nur eine geringere durchschnittliche Inflation einher, sondern auch eine niedrigere Volatilität der Teuerungsrate. Im Umkehrschluss zeigen sich bei politisch beeinflussten Notenbanken häufig stärkere Preisschwankungen.

Neben der besseren (direkten) Inflationskontrolle bietet geldpolitische Unabhängigkeit einen zweiten zentralen Vorteil: Sie stärkt das Vertrauen von Investoren und Unternehmen in die Stabilität der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Dieses Vertrauen wirkt wie ein Schmierstoff: Es senkt die Risikoaufschläge bei Finanzierungen, verbessert die Investitionsbedingungen und fördert so das langfristige Wachstum.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Unabhängigkeit der Zentralbanken ein entscheidender Faktor für die erfolgreiche Steuerung der Geldpolitik ist. Sie ermöglicht es, das Inflationsziel konsequent zu verfolgen und schafft dadurch die Voraussetzung für ein stabiles und nachhaltiges Wirtschaftswachstum.

### Unabhängigkeit der Fed sorgte in der Vergangenheit für stabile Inflationserwartungen In Prozent



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## Die Fed im Tweet-Korsett

Schon in seiner ersten Amtszeit hat Donald Trump die US-Notenbank scharf kritisiert und Zinssenkungen von der Fed gefordert. Die US-Regierung wünscht sich eine lockere Geldpolitik mit niedrigen Leitzinsen, da hierdurch das allgemeine Zinsniveau in der Wirtschaft sinkt. Niedrigere Zinsen wiederum kurbeln den Konsum und die Investitionen an. Hierdurch wird das Wirtschaftswachstum (kurzfristig) gestärkt. Zudem profitiert auch die Regierung, weil sie für neue Schulden weniger Zinsen zahlen muss. Die Zinszahlungen der US-Regierung sind nach den Sozialausgaben der zweigrößte Posten im Bundeshaushalt. Während die Zinskosten im Jahr 2020 noch bei rund 530 Mrd. US-Dollar lagen, betragen sie 2024 über 1 Bio. US-Dollar. Hintergrund sind zum einen die stark gestiegene Staatsverschuldung in den zurückliegenden Jahren und zum anderen das höhere Zinsniveau.

Powell hatte in der Vergangenheit die Erwartungen an Zinssenkungen der US-Notenbank gedämpft und damit den Unmut des US-Präsidenten auf sich gezogen. Bei einer Jahresinflationsrate von 2,3% und einem anhaltend robusten Arbeitsmarkt gibt es derzeit auch keine ökonomische Rechtfertigung für schnelle Leitzinssenkungen. Zumal die Aussichten für die Inflationsentwicklung nicht rosig aussehen. So könnte der Preisdruck aufgrund der Zoll- und Immigrationspolitik der US-Administration nochmals steigen, auch wenn sich die wirtschaftliche Dynamik wohl tendenziell abkühlen wird.

Die anhaltende Kritik des US-Präsidenten am geldpolitischen Kurs birgt erhebliche Risiken. Die US-Währungshüter werden ohne Zweifel auf ihrer Unabhängigkeit beharren und sich weigern, den politischen Forderungen nachzugeben. In ihrem Ziel, politisch nicht vereinnahmt zu werden, könnte die Fed aber ihre Flexibilität einbüßen. Die derzeitige Phase, die durch Handelskonflikte, geopolitische Unsicherheiten sowie strukturelle Verschiebungen bei den Handels- und Kapitalmarktströmen geprägt ist, könnte eine flexible und reaktionsschnelle Antwort der US-Notenbank erforderlich machen. Ein Einknicken gegenüber dem US-Präsidenten würde die Unabhängigkeit der Fed in der Wahrnehmung der Marktteilnehmer erheblich beschädigen. Zögern die Notenbanker jedoch aus Angst vor dem Anschein politischer Einflussnahme notwendige Zinssenkungen hinaus oder unterlassen diese gar vollständig, könnte dies eine konjunkturelle Abschwächung unnötig verschärfen.

Unabhängig davon, welchen Beschluss die Währungshüter in den kommenden Monaten treffen werden, werden die Marktteilnehmer diesen stets dahingehend prüfen, ob er als angemessen und nachvollziehbar empfunden wird. Problematisch ist dabei, dass geldpolitische Entscheidungen nie vollständig eindeutig sind. Sie basieren auf komplexen wirtschaftlichen Daten und Prognosen, die unterschiedlich interpretiert werden können. Dadurch besteht das Risiko, dass einige Marktteilnehmer die geldpolitische Ausrichtung als politisch motiviert oder von externem Druck beeinflusst ansehen könnten. Dies könnte eine Vertrauenskrise für die Fed auslösen, insbesondere weil die Währungshüter durch die anhaltende Kritik ohnehin bereits stark im Fokus stehen. Dieses Spannungsfeld macht die Wahrung der geldpolitischen Unabhängigkeit umso wichtiger, da nur so die Glaubwürdigkeit der Zentralbank und das Vertrauen in ihre Entscheidungen langfristig gesichert werden können. Gerade vor dem Hintergrund der derzeitigen hohen Unwägbarkeiten besteht die Gefahr, dass die Fed auf sich veränderte Wirtschaftsdaten nicht optimal reagiert bzw. reagieren kann. Hierdurch könnten im Nachhinein drastischere und schärfere geldpolitische Maßnahmen erforderlich werden, wodurch sich die Unsicherheit für Unternehmen und Haushalte erhöht. Die Geldpolitik wird weniger vorhersehbar und volatil.

Die Debatte über die Unabhängigkeit der Fed ist mehr als ein Machtspiel zwischen US-Präsident Trump und Fed-Chef Powell. Für alle Marktteilnehmer zählen planbare Zinsen, stabile Preise und verlässliche Märkte. Wenn geldpolitische Entscheidungen nicht mehr nachvollziehbar sind oder politisch motiviert erscheinen, steigt die Verunsicherung bei Anlegern, Unternehmen und Haushalten gleichermaßen. Schwankende Zinserwartungen erschweren Anlage- und Konsumentscheidungen. Unternehmen investieren weniger, der Konsum wird gebremst – mit negativen Folgen für Wachstum und Beschäftigung. Studien zur Finanzkrise 2008 zeigen: Wer frühzeitig und unabhängig handelt, stabilisiert nicht nur die Preise, sondern auch das Finanzsystem.

## Stabilität gewahrt

Für die Federal Reserve bedeutet das jüngste Urteil des Obersten US-Gerichtshofs vorerst Stabilität. Es schützt den Fed-Chef vor einer willkürlichen Entlassung durch den US-Präsidenten und bewahrt die institutionelle Unabhängigkeit der Notenbank. Powell, dessen Amtszeit als Fed-Vorsitzender noch bis Mai 2026 läuft, dürfte nicht so einfach abgesetzt werden können. So kann die Fed unabhängig von der Kritik Trumps agieren. Sehr wahrscheinlich wird der US-Präsident jedoch Powell nicht erneut zum Vorsitzenden der US-Notenbank bestimmen. Vielmehr wird er wohl versuchen, einen Nachfolger zu benennen, der eine eher lockere Geldpolitik der US-Notenbank befürwortet. Ohnehin kann der US-Präsident nur einen Vorsitzenden nominieren, der Senat muss diese Nominierung bestätigen.



## **Mangelnde Unabhängigkeit einer Zentralbank Der Fall Türkei**

Dr. Sandra Striffler, Analystin

**Die politische Unabhängigkeit einer Zentralbank gewährleistet, dass geldpolitische Entscheidungen auf ökonomischen Prinzipien basieren und nicht durch politische Interessen beeinflusst werden. Dies ermöglicht, Inflationsziele konsequent zu verfolgen, die Währung zu stabilisieren und das Vertrauen der Investoren zu sichern. Ein aufschlussreiches Beispiel, dass dies in der Praxis nicht immer gelingt, bietet die türkische Notenbank (TCMB).**

### **Politische Unabhängigkeit der TCMB: Staatspräsident Erdoğan im Fokus**

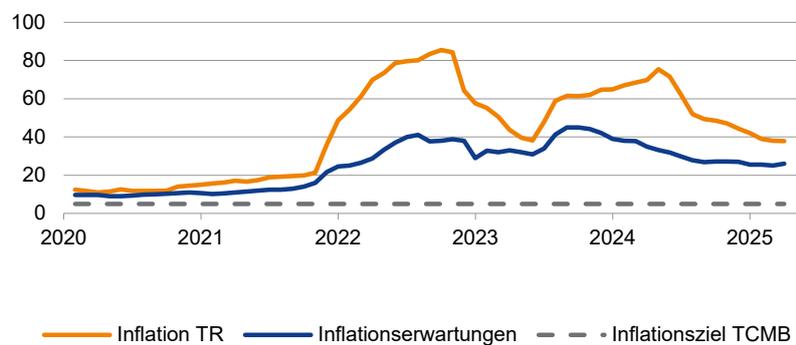
Der türkische Präsident Recep Tayyip Erdoğan spielt eine zentrale und entscheidende Rolle bei der Betrachtung der politischen Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank. Seine Haltung und sein Verhalten haben in den letzten Jahren maßgeblich dazu beigetragen, die Unabhängigkeit der Institution zu schwächen. Im Gegensatz zu den klassischen geldpolitischen Prinzipien, die eine Erhöhung der Leitzinsen bei hoher Inflation vorsehen, vertrat Erdoğan die Ansicht, dass hohe Zinsen die Inflation antreiben. Hierbei bezeichnete er hohe Zinsen auch als „Mutter aller Übel“.

Diese Haltung beeinflusste seine Erwartungen an die Zentralbank und führte in den letzten Jahren dazu, dass er zunehmend Druck auf die Geldpolitik ausgeübt hat, um die Zinsen möglichst niedrig zu halten. In diesem Zusammenhang spielten auch die verschiedenen Präsidentschafts- und Parlamentswahlen der vergangenen Jahre eine Rolle. So versuchte das türkische Staatsoberhaupt im Umfeld dieser Urngänge, mit einem soliden Wirtschaftswachstum zu punkten, welches wiederum durch eine expansive Geldpolitik unterstützt werden sollte. Um seine geldpolitischen Vorstellungen durchzusetzen, entließ Präsident Erdoğan mehrere Zentralbank-Gouverneure bzw. zwang sie zum Rücktritt und ersetzte sie durch ihm loyale Personen. Dieses personelle Bäumchen-Wechsel-Dich-Spiel führte letztendlich dazu, dass es bei der türkischen Notenbank allein in den Jahren 2016 bis 2023 fünf verschiedene Notenbankchefs gab.

## Inflation und Währungskrise

Ein zentrales Ergebnis politischer Einflussnahme ist die Inflation. In der Türkei stiegen die Inflationsraten in den letzten Jahren zeitweise massiv an. In der Spitze lag die dortige Teuerung im Herbst 2022 bei etwas über 85% (J/J) und flammte auch vor rund einem Jahr wieder spürbar auf, womit sie die sprichwörtlichen Lichtjahre von dem Inflationsziel der türkischen Notenbank von 5% entfernte. Ungeachtet dessen drängte die Regierung wiederholt auf Zinssenkungen. Die Folge war eine massive Abwertung der türkischen Lira sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar. Diese immense Abwertung führte mit den Jahren zu einem Teufelskreis: Die Unsicherheit über die Geldpolitik wirkte sich negativ auf das Vertrauen internationaler Investoren aus, was einen spürbaren Kapitalabfluss zur Folge hatte, welcher die türkische Landeswährung weiter schwächte und die Zinsen weiter in die Höhe trieb. Das wiederum erschwerte die Finanzierung von Investitionen und Wachstum merklich. Zudem stieg die Inflation, die Kaufkraft sank, und die Lebenshaltungskosten erhöhten sich für die Bevölkerung immens. Darüber hinaus wurden Importe teurer, was die Inflation zusätzlich befeuert hat.

**Inflation auf dem richtigen Weg – doch die Kuh ist noch lange nicht vom Eis**  
Alle türkischen Inflationswerte in %, J/J



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## Geldpolitische 180-Grad-Wende, ...

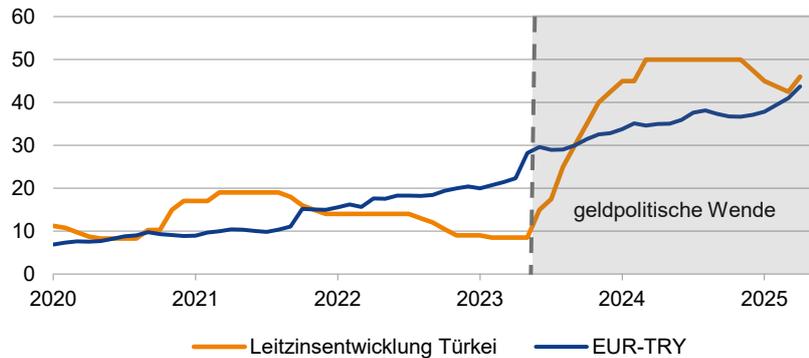
Ende Mai 2023 stellte Staatschef Erdoğan im Nachgang der erneut gewonnenen Präsidentschaftswahl überraschend eine wirtschaftspolitische Wende in Aussicht. In einer Rede ließ er wissen, er werde eine neue Regierungsmannschaft mit „internationaler Glaubwürdigkeit“ zusammenstellen. Hierbei übernahm Mehmet Simsek das Amt des Finanzministers. Dieser war für den Markt kein unbeschriebenes Blatt. Vielmehr war Simsek bereits vor der Verfassungsreform 2018 mehrere Jahre Finanzminister des Landes und genoss in dieser Zeit marktseitig Vertrauen. Dass die allgemeine Hoffnung, wonach mit der Rückkehr von Simsek an die Spitze des türkischen Finanzministeriums die Rückkehr zu einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik einhergehen dürfte, nicht aus der Luft gegriffen war, machten dessen erste Aussagen unmittelbar nach seiner Ernennung deutlich. Er betonte, dass das Land zu Haushaltsdisziplin und Preisstabilität zurückkehren werde. Unterstrichen wurde der politische Wille zu einer radikalen Wende durch die Ernennung von Hafize Gaye Erkan, einer türkisch-US-amerikanischen Bankerin, zur neuen Notenbankchefin. Unter ihrer Ägide wurde eine geldpolitische 180-Grad-Wende eingeleitet und die Leitzinsen massiv angehoben. Erkans Nachfolger, sie trat nach nur wenigen Monaten im Amt aus persönlichen Gründen zurück, Fatih Karahan bekannte sich ebenfalls ohne Wenn und Aber zum TCMB-Ziel der Inflationsbekämpfung und setzt seither den konsequent restriktiven geldpolitischen Kurs seiner Vorgängerin fort. Wenngleich von Seiten des Staatspräsidenten ab und an noch seine Präferenz für niedrigere (Leit-) Zinsen zu vernehmen ist, so hält er sich doch bis heute weitgehend zurück und lässt die geldpolitisch Verantwortlichen gewähren.

## ... doch die Rechnung sollte weiterhin nicht ohne Erdoğan gemacht werden

In den vergangenen Monaten konnte die türkische Notenbank schließlich die ersten Früchte ihrer konsequenten Geldpolitik ernten, ließ doch nicht nur der Preisdruck für dortige Verhältnisse wieder merklich nach. Vielmehr kamen auch die Inflationserwartungen weiter zurück. Beides zusammen verlieh der TCMB den geldpolitischen Spielraum, mit umsichtigen Leitzinssenkungen zu beginnen. Die Lira indes ließ sich von diesen positiven Entwicklungen kaum beeindrucken. Zwar nahm ihre Abwärtsdynamik auf breiter Front vorübergehend etwas ab, ihre übergeordnete Stoßrichtung bleibt jedoch weiterhin abwärtsgerichtet. Wenngleich dies auch externen Faktoren geschuldet sein dürfte, so schwelt doch marktseitig weiterhin die Sorge vor einem erneuten geldpolitischen Eingreifen des Staatschefs. Und wenngleich die jüngsten politischen Widrigkeiten nicht geldpolitischer Natur waren, sondern in Form der Verhaftung des

türkischen Oppositionsführers und Präsidentschaftskandidaten İmamođlu innenpolitischer Art, so war es doch im Frühjahr wieder einmal Staatspräsident Erdoğan, der nicht nur der türkischen Notenbank, sondern auch der dortigen Landeswährung einen Bärendienst erwiesen hat. Denn infolge dieser innenpolitischen Turbulenzen geriet die Lira erneut in einen scharfen Abwärtssog, den die TCMB nur mit engagierten Devisenmarktinterventionen sowie einer massiven Notfallleitzinsanhebung abschwächen konnte. Erschwerend kam hinzu kam, dass unter diesen Vorzeichen auch die Inflationserwartungen wieder gestiegen sind.

Rückkehr zu orthodoxer Geldpolitik überzeugt Lira noch nicht – Vertrauensverlust wirkt nach  
Kursentwicklung EUR-TRY; Leitzinsentwicklung Türkei in %



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

### Vertrauen zurückgewinnen!

Staatschef Erdoğan hat in den vergangenen Jahren mit seiner unorthodoxen Meinung, wonach hohe Zinsen verantwortlich für eine hohe Inflation sind, und seiner Einmischung in die Geldpolitik des Landes marktseitig massive Zweifel an der politischen Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank geweckt. Diese Bedenken sowie die damit einhergehenden ökonomischen Begleitumstände haben sich zum Belastungsfaktor Nummer eins für die Lira entwickelt. Wie schwer sich ein solcher Vertrauensverlust in eine Institution wieder kitten lässt, und dass die Glaubwürdigkeit einer Notenbank niemals leichtfertig aufs Spiel gesetzt werden darf, zeigen die Entwicklungen seit der geldpolitischen 180-Grad-Wende Mitte 2023. Zwar lässt der türkische Staatschef die dortigen Währungshüter seither wieder gewähren. Die Folgen der jahrelangen politischen Einflussnahme sind jedoch immer noch unter anderem via einer viel zu hohen Teuerung und einer immens schwachen Landeswährung spürbar. Es ist zu befürchten, dass entsprechende Bedenken marktseitig so lange bestehen werden, wie Staatspräsident Erdoğan im Amt ist.



### **Die Angst, die Rally zu verpassen (Europas) Aktien und Gold im Höhenflug**

Christoph Müller, Analyst

**Nein, es war kein Aprilscherz, als Donald Trump mit seinem aggressiven Stil in der Zollpolitik die Märkte Anfang April auf Talfahrt schickte. Sein anschließendes Zurückrudern in Form der temporären Reduzierung der reziproken Zölle sorgte dann für eine teils euphorische Stimmung. Derweil profitiert auch der Goldpreis vom Hin und Her in der US-Zollpolitik.**

Nachdem Trump Anfang April die auf Basis einer wirren Formel ermittelten und seiner Einschätzung nach großzügigen Importzölle gegenüber Handelspartnern verkündet hatte, machten sich schlagartig Verunsicherung und die Angst vor einem globalen Handelskrieg breit. DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 verloren in den ersten Apriltagen zeitweise deutlich über 13% – auf Basis der Tagesschlusskurse wohlgermerkt. Heute scheint die Krise in Vergessenheit geraten zu sein: Gemessen an der Entwicklung seit Ende März haben der S&P 500 und der Euro Stoxx 50 merklich zugelegt. Der DAX erreichte sogar ein neues Rekordhoch oberhalb von 24.300 Punkten. Vor allem der Blick auf Jahressicht verdeutlicht, dass eine Krise am Aktienmarkt sicherlich anders aussieht, liegen doch weltweit bedeutende Aktienindizes gegenüber Mai 2024 teils deutlich im zweistelligen Prozentbereich im Plus.

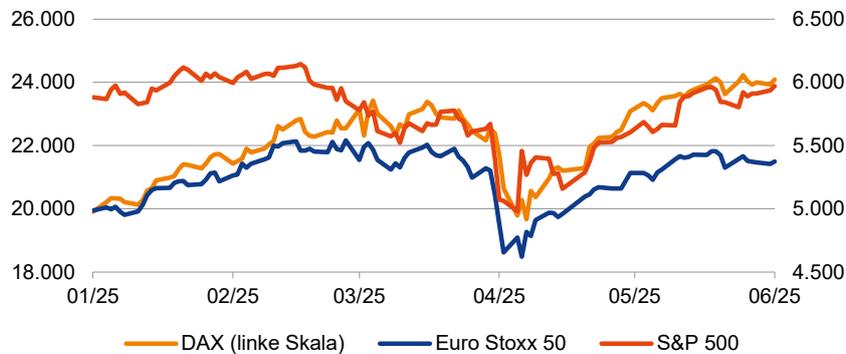
Getragen wurde die Stimmungsaufhellung insbesondere von Äußerungen des US-Präsidenten bzw. deren vorherrschender Interpretation vonseiten der Finanzmarktteilnehmer und den am 12. Mai geführten Gesprächen zwischen den USA und China, die eine temporäre und deutliche Rücknahme der reziproken Zölle beider Länder zur Folge hat. Das Bild von Donald Trump als „Dealmaker“ hat wieder Oberhand gewonnen. Angesichts des mutmaßlichen Umschwungs in der US-Zollpolitik wurden Anleger nun geradezu euphorisch, und jene, die abseits der bisherigen Rally standen, sprangen aus Angst, etwas an den Märkten zu verpassen, auf den bereits stark ins Rollen geratenen „Börsenzug“ auf.

#### **Risiken im Blick behalten**

Mögliche Fallstricke spielen hingegen derzeit keine Rolle oder werden ausgeblendet. Anfang Juli könnte es an den Finanzmärkten zu einer Nagelprobe kommen, wenn die neunzigtägige „Zollpause“ endet. Wir gehen davon aus, dass die US-Administration nicht nochmals neue Finanzmarkturbulenzen riskieren will, wenngleich es dennoch zuletzt zu

Irritationen gekommen ist. Denn vor wenigen Wochen hatte ein Gericht für internationalen Handel in New York fast alle von Trump unter Berufung auf ein Notstandsgesetz angeordneten Zölle für rechtswidrig erklärt. Postwendend hatte aber ein Berufungsgericht die Maßnahmen wieder in Kraft gesetzt – vorläufig. Letztlich wird wohl der Oberste Gerichtshof über die Rechtmäßigkeit entscheiden.

**Aktienmärkte: April-Einbruch abgehakt – teils euphorisierendes Frühlingserwachen (DAX)**  
 LS: DAX, RS: Euro Stoxx 50 und S&P 500; jew. in Punkten



Quellen: FactSet, DZ BANK

Im Umfeld dieser Unsicherheiten kommt es am Markt derzeit zu einem „Realitätscheck“, der das Ziel verfolgt, den Zickzackkurs Trumps beziehungsweise dessen Handlungsmuster besser einzuordnen: Unseres Erachtens sind für Trump Zölle ein beliebtes Druckmittel, um mit den Staaten in, für die USA vorteilhafte, Verhandlungen zu treten und den Partnern gegebenenfalls Zugeständnisse zu machen. In diesem Zusammenhang hat Trump am 23. Mai angekündigt, die US-Importzölle aus der EU zum 1. Juni auf 50% zu erhöhen. EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen hat wenige Tage später einen Fristaufschub bis zum 9. Juli ausgehandelt. Doch damit nicht genug: Am vergangenen Wochenende hat Trump beschlossen, zum 4. Juni die US-Importzölle auf Stahl- und Aluminiumprodukte auf 50% zu verdoppeln.

Festhalten lässt sich aktuell, dass die akute Panik Anfang April nicht berechtigt war, dasselbe aber auch für übertriebenen Optimismus hinsichtlich Trumps künftiger (Handels-)Politik gelten dürfte. Eine gute Portion Zuversicht ist zwar selten eine schlechte Herangehensweise. Diese sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Trumps Zeit im Weißen Haus erst begonnen hat und noch über dreieinhalb Jahre in dieser Konstellation vor uns liegen dürften – wenn es nach dem US-Präsidenten geht, auch gerne mehr. Aktuell scheint sich bereits am Markt ein Gewöhnungseffekt bezüglich seines erratischen Stils einzustellen, denn die Amplituden der Rücksetzer werden kleiner und kürzer.

Dass Rücksetzer an den Märkten nach der deutlichen Erholungsrally weiter ins Kalkül einbezogen werden müssen, darauf deuten die Bewertungskennziffern hin. Denn gerade der DAX ist hinsichtlich seines Kurs-Gewinn-Verhältnisses wieder auf einem historisch ambitionierten Level. Das DAX-KGV liegt merklich oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts.

**DZ BANK Index-Prognosen**

	Index	31.12.2025	30.06.2026
Europa	Euro Stoxx 50	5.400	5.900
Deutschland	DAX	23.000	25.000
USA	S&P 500	5.700	6.300

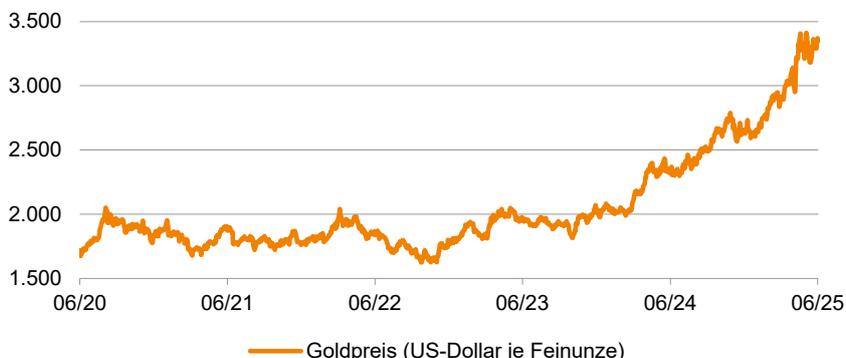
Quelle: DZ BANK

Längerfristig sehen die Perspektiven für die Aktienmärkte aber recht positiv aus. Das geschnürte Investitionspaket der Bundesregierung in Kombination mit steigenden Verteidigungsausgaben sollte vor allem ab 2026 Wachstumsimpulse in Deutschland generieren. In den USA dürfte die Konjunktur ihre Delle aus diesem Sommer perspektivisch hinter sich lassen, und von der wohl 2026 in Kraft tretenden Steuersenkung sollten auch die Unternehmen spürbar profitieren können.

### Gold: Der (fast) unerschütterliche Glanz

Bislang setzt sich die Goldpreis-Rally aus 2024 auch im laufenden Jahr fort. Bei den aktuellen Kursen um 3.350 US-Dollar je Feinunze beträgt das Plus seit Jahresbeginn zwar bereits rund 27%. Damit ist die Aufwärtsbewegung unseres Erachtens jedoch noch nicht zu Ende.

**Gold: Ein stabiler Aufwärtstrend gibt die Richtung vor**  
 Goldpreis in US-Dollar je Feinunze



Quellen: FactSet, DZ BANK

Bereits seit geraumer Zeit befindet sich die Welt auf einem Pfad der Deglobalisierung und einer zunehmenden Blockbildung zwischen dem „Westen“ und aufstrebenden Schwellenländern. Somit ist die globale politische Stabilität von Herausforderungen geprägt. Zwar hat an den Finanzmärkten derzeit die Hoffnung zugenommen, dass die vorherrschenden Spannungen auf wirtschaftlicher und geopolitischer Ebene nachlassen, da sich die USA und China auf Gespräche zur Beilegung ihres Handelskonflikts verständigt haben. Am zugrunde liegenden Trend zur Blockbildung ändern diese Entwicklungen aber kaum etwas. Denn zwischen den USA und China geht es um sehr viel mehr als Handelsbilanzdefizite, es geht um die weltweite technologische Vorherrschaft und um einen Kampf ideologischer Systeme.

Abgesehen von den geopolitischen Spannungen sehen sich Anleger mit weiteren Unsicherheitsfaktoren konfrontiert. Dies gilt insbesondere für die USA. Trumps Handelspolitik birgt nämlich die Gefahr, die US-Inflationsraten noch im laufenden Jahr auf ein Niveau von gut 4% (J/J) klettern zu lassen. Entsprechend sind die Inflationserwartungen der US-Verbraucher signifikant angestiegen. Dadurch gewinnt Gold nicht zuletzt vonseiten privater Anleger an Attraktivität, da das gelbe Edelmetall in ihren Augen weiterhin als Schutz gegen übermäßige Inflation dient. Vor allem sind es aber die Zentralbanken, die am Goldmarkt weiterhin für starke Impulse sorgen, da sie ihre Goldkäufe in einem im historischen Vergleich hohen Tempo fortsetzen. Eine Abkehr von diesem Trend ist nicht in Sicht. Vielmehr dürften Länder wie China, Russland und Indien bemüht sein, ihre Abhängigkeit vom bzw. ihre Anfälligkeit durch den US-Dollar zu reduzieren.

#### DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	31.12.2025	30.06.2026
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	3.500	3.700
Goldpreis in Euro je Feinunze	3.180	3.365

Quelle: DZ BANK

### Neue Rekorde mittelfristig voraus

Mögliche Rücksetzer an den Aktienmärkten können zwar zunächst von verunsichernden Kurznachrichten des US-Präsidenten ausgehen. Im späteren Verlauf der zweiten Jahreshälfte dürfte in der Wahrnehmung der Marktteilnehmer jedoch wieder Platz für andere strukturelle Einflussfaktoren sein, darunter die für Anfang 2026 vorgesehenen US-Steuersenkungen sowie die ersten zarten Effekte der staatlichen Ausgabenprogramme für Verteidigung und Infrastruktur in Europa. Diese dürften den Boden für nachhaltig bessere Zeiten an den Aktienmärkten in Europa und den USA bereiten. Im Zuge der unseres Erachtens auf längere Sicht zu erwartenden Stimmungsaufhellung sehen wir den DAX bis Mitte 2026 bei 25.000 Punkten und den Euro Stoxx 50 bei 5.900 Punkten, während der S&P 500 in die Region von 6.300 Zählern

---

vorstoßen dürfte. Am Goldmarkt halten wir auf Sicht von drei Monaten eine Seitwärtsbewegung für wahrscheinlich. Mittel- bis langfristig besteht jedoch weiteres Aufwärtspotenzial. Auf Sicht von sechs Monaten dürfte insbesondere eine höhere US-Inflation für Niveaus um 3.500 US-Dollar sorgen. Im Jahr 2026 werden es vor allem strukturelle Treiber wie die anhaltend hohe Zentralbanknachfrage sein, die Gold in den Augen der Investoren weiterhin attraktiv machen und das Preisniveau in den Bereich um 3.700 US-Dollar klettern lassen sollten.



## **Zentralbank-Kommunikation und die Märkte Auf die Details kommt es an**

Lino Geiß & Lina Hauser, Research Assistants

**Leitzinsen gelten als Kernstück der Zentralbanken im Kampf gegen Inflation. In den letzten Jahren haben jedoch alternative Strategien wie „Forward Guidance“ an Bedeutung gewonnen, um die Markterwartungen durch transparente Kommunikation zu lenken. Obwohl dies meist gelingt, können geldpolitische Überraschungen für starke Bewegungen an den Aktienmärkten sorgen.**

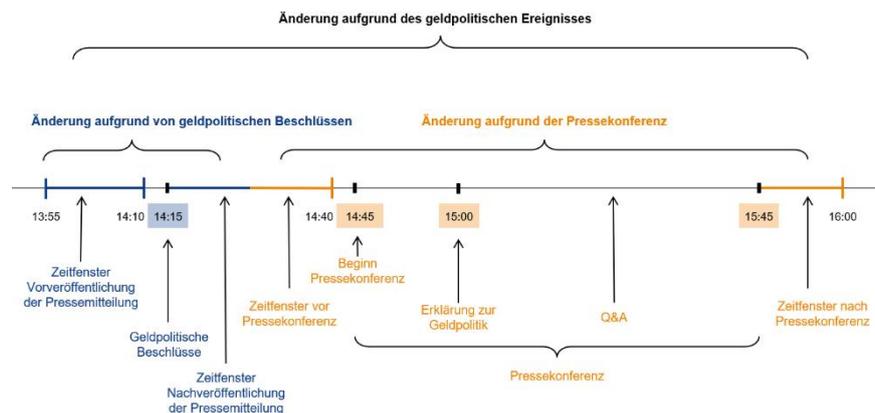
Die Strategie der Forward Guidance nutzt Kommunikation, um Unsicherheiten an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft zu reduzieren. Dabei offenbart die Zentralbank ihre zukünftigen geldpolitischen Absichten, um so die Inflationserwartungen zu steuern. Zentralbanken haben zwar direkten Einfluss auf den aktuellen kurzfristigen Zinssatz, können aber über Kommunikation die Erwartungen für den zukünftigen Verlauf der Zinssätze lenken und dadurch langfristige Zinssätze beeinflussen. Dies ist wichtig, weil es Haushalten und Unternehmen hilft, sich auf künftige Kreditkosten besser einzustellen, was Planungssicherheit gewährleisten kann, und damit auch die Konjunktur wichtige Impulse erhalten kann. Um glaubwürdig zu bleiben, muss die Kommunikation der Zentralbank im Einklang mit ihren tatsächlichen Handlungen stehen. Daher ist eine transparente und konsistente Kommunikation entscheidend für das Vertrauen in die Notenbanken, da dies eine effektive Steuerung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ermöglicht. Ein Beispiel: Erklärt die Zentralbank öffentlich, dass die Leitzinsen voraussichtlich niedrig bleiben werden, führt dies dazu, dass Banken eher bereit sind, langfristige Kredite zu niedrigen Zinssätzen zu vergeben, da sie wissen, dass sie sich im Bedarfsfall günstig bei der Zentralbank refinanzieren können.

### **Geldpolitische Kommunikation wird immer entscheidender**

Laut einer offiziellen Statistik der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde die Forward Guidance erstmals im Juli 2013 genutzt. Seither stellt Kommunikation ein unverzichtbares Instrument der EZB dar, um ihr Mandat zu erfüllen und die angestrebten wirtschaftlichen Ziele zu erreichen. Eine zentrale Rolle spielt dabei die im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rats stattfindende Pressekonferenz (PK), die alle sechs Wochen abgehalten wird. Forward Guidance ist ein fester Bestandteil dieser Kommunikation und entscheidend für die Steuerung der Erwartungen der Marktteilnehmer. Die Aussagen während der PK gestalten die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik der EZB und üben damit einen

direkten Einfluss auf die Aktienmärkte aus. Die von den Marktteilnehmern genau beobachtete PK der EZB wird seit Juli 2022 eine halbe Stunde nach der Verkündung der geldpolitischen Entscheidung, also um 14:45 Uhr, abgehalten. Während in der vorausgegangenen Pressemitteilung des EZB-Rats zu den geldpolitischen Entscheidungen nur die Höhe der drei Leitzinsen (Hauptrefinanzierungssatz, Spitzenrefinanzierungssatz und Einlagesatz) und die Inflationsdaten knapp präsentiert werden, erläutert die Präsidentin der EZB in der anschließenden PK ausführlich die Gründe für die getroffenen Entscheidungen.

**Ablauf der Pressekonferenz der EZB nach den geldpolitischen Beschlüssen**  
 Überraschungen können in kurzen Zeitfenstern für Aktienmarktbebewegungen sorgen



Quellen: Europäische Zentralbank, DZ BANK

Dabei ist die PK unterteilt in die geldpolitische Stellungnahme und eine anschließende Fragerunde mit Journalisten. Die Gliederung und entsprechend auch der Inhalt der geldpolitischen Stellungnahme ist abhängig von der vorliegenden makroökonomischen und geopolitischen Lage. So beginnt EZB-Präsidentin Christine Lagarde die geldpolitische Stellungnahme derzeit mit einem einleitenden Kommentar zur Leitzinsentscheidung und geht auf potenzielle Anpassungen in den folgenden Entscheidungen ein (Forward Guidance). Es folgt eine genauere Betrachtung der Konjunkturaussichten und des Arbeitsmarktes im Euroraum. Im Anschluss findet eine Risikobewertung statt, in der häufig auf geopolitische Themen eingegangen wird, darunter der Krieg in der Ukraine oder der Einfluss der US-Zollpolitik auf das Wirtschaftswachstum. Vor der Beantwortung der Fragen der Journalisten geht Lagarde auf den Kapitalmarkt ein.

Für den Kapitalmarkt typisch bilden die Marktteilnehmer – sowohl zur Leitzinsentscheidung als auch zur Kommunikation über beispielsweise Inflationsdaten, geopolitische Risiken oder die Forward Guidance – im Vorhinein Erwartungen. Bereits in den Wochen vor einer PK werden diese Erwartungen in den Aktienbewertungen berücksichtigt. Interessant ist dabei, dass in der Regel weder die Pressemitteilung zu den geldpolitischen Beschlüssen noch die entsprechende PK für große Aktienkursbewegungen sorgen. Dazu beigetragen haben in den letzten Jahren zwar die Bemühungen der EZB, transparenter zu sein und die Kommunikation mit den Marktteilnehmern auszubauen. Vereinzelt kam es in der Vergangenheit allerdings zu überraschenden geldpolitischen Entscheidungen und unerwarteten Kommunikationsinhalten über die wirtschaftliche Lage und die zukünftige Geldpolitik, insbesondere in Zeiten großer Unsicherheit und hoher Volatilität.

**In einem kurzen Zeitfenster wird viel verraten**

Durch die zeitliche Trennung von Pressemitteilung und der darauffolgenden PK lassen sich anhand von Intraday-Kapitalmarktdaten Überraschungen sowohl hinsichtlich der geldpolitischen Entscheidung als auch hinsichtlich der Kommunikation in der PK ableiten und der Einfluss auf den Aktienmarkt untersuchen. Eine Überraschung bezüglich der verkündeten Höhe der Leitzinsen wird in der wissenschaftlichen Literatur als „Target“-Überraschung bezeichnet. Eine solche lässt sich anhand von Änderungen der Zinserwartungen innerhalb des kurzen Zeitfensters zwischen der Pressemitteilung und der PK identifizieren. Dafür werden häufig die sogenannten „Overnight-Index-Swap-Rates“ (OISR) mit einer Laufzeit von sechs Monaten herangezogen. Diese spiegeln die Veränderungen der Markterwartung hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung des risikofreien Zinssatzes wider. Ein Beispiel für eine „Target-Überraschung“ gab es bei der geldpolitischen Entscheidung vom 4. September 2014, als die Leitzinsen – für den Markt unerwartet – um 10 Basispunkte gesenkt wurden. Eine der größten Überraschungen bei der Zinsentscheidung gab es am 10. Mai 2001, als die Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt wurden.

Eine unerwartete Entscheidung bezüglich der Leitzinshöhe verändert die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik und hat einen direkten Einfluss auf den Aktienmarkt. Um diesen Einfluss zu untersuchen, wird häufig die Kursbewegung des Euro Stoxx 50 im kurzen Zeitraum zwischen der Pressemitteilung und der PK verwendet. Eine nach unten korrigierte Zinserwartung, unabhängig davon, ob es sich um eine Überraschung bei der Zinsentscheidung oder in der Kommunikation über die zukünftige Geldpolitik handelt, hat in der Theorie steigende Aktienkurse zur Folge. Durch die niedrigeren Zinsen werden zukünftige Gewinne weniger stark abgezinst. In unserem Beispiel vom 4. September 2014 lässt sich im entsprechenden Intervall ein Kursanstieg von 0,54% beobachten. Auch die positive Rendite am 10. Mai 2001 in Höhe von 0,60% ist zumindest anteilig auf die unerwartete Leitzinsanpassung zurückzuführen.

Die zeitliche Trennung zwischen der Pressemitteilung und der anschließenden PK sowie die unterschiedlichen Laufzeiten der OISR können genutzt werden, um verschiedene Überraschungen innerhalb der Kommunikation während der PK zu identifizieren; in der Literatur werden häufig Bewegungen während der PK in den OISR mit einer Laufzeit von zwei Jahren verwendet. Als Forward Guidance zum ersten Mal bei der EZB zum Einsatz kam, äußerte sich der damalige Präsident Mario Draghi in seiner geldpolitischen Stellungnahme überraschenderweise zu dem zukünftigen Plan der EZB, die Zinsen für eine längere Zeit nicht zu verändern oder sie gegebenenfalls zu senken. Dabei stieg der Euro Stoxx 50 während der Rede Draghis um 1,39%. Ein weiteres Beispiel jüngeren Datums steht in Verbindung mit der PK vom 15. Dezember 2022. Nachdem die Leitzinsen erwartungsgemäß um 50 Basispunkte angehoben wurden und es zu keinen großen Veränderungen in den Zinserwartungen vor der PK kam, sorgten die Aussagen von Lagarde, dass die Zinsen aufgrund der damals anhaltend hohen Inflation in den zukünftigen geldpolitischen Beschlüssen weiter erhöht werden könnten, für einen Anstieg in der mittelfristigen Zinserwartung. Diese Forward-Guidance-Überraschung resultierte in einer negativen Kursbewegung von 1,54%.

### **Fazit**

Aktienkurse unterliegen einer Vielzahl Einflussfaktoren und die Beziehung zwischen den von uns behandelten Überraschungen seitens der EZB-Geldpolitik und den Kursbewegungen beim Euro Stoxx 50 ist lediglich indikativ. Auch wenn die Berücksichtigung kurzer Zeitfenster die Annahme nahelegt, dass die Märkte zu einem großen Anteil vom geldpolitischen Ereignis beeinflusst werden, können auch andere kapitalmarktspezifische Faktoren in dem Moment eine Rolle spielen. Darüber hinaus hängen die Zinserwartungen nicht nur von der Forward Guidance bzw. der Kommunikation der Zentralbank über die zukünftigen geldpolitischen Beschlüsse, sondern auch von der Kommunikation über das zukünftige Wirtschaftswachstum ab. Positive Äußerungen, also Informationen, die darauf schließen lassen, dass sich die Wirtschaft im Euroraum stärker entwickeln wird als vor der PK vom Markt angenommen, lassen die Zinserwartung steigen, da von einer höheren Inflation in der Zukunft ausgegangen wird. Der signifikante Unterschied zu den bereits besprochenen Überraschungen besteht darin, dass die Aktienkurse infolge der steigenden Zinserwartung nicht unbedingt fallen, da eine stärkere Wirtschaft höhere Unternehmensgewinne erwarten lässt. Die gegenläufigen Effekte der unterschiedlichen Überraschungen erschweren somit die Interpretation der Veränderungen der Zinserwartungen, sodass sich die Beziehung zu den Aktienkursen nur schwierig kausal interpretieren lässt.



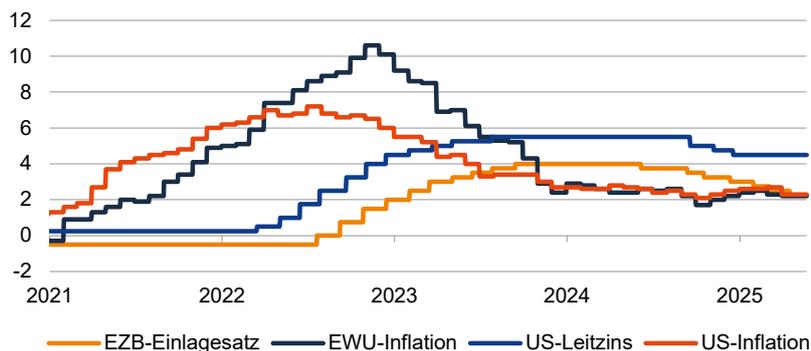
## **Geldpolitik auf dem Prüfstand Lehren aus dem jüngsten Inflationsschock**

Christian Reicherter, Analyst

**Angesichts des jüngsten Inflationsschocks überprüft die EZB derzeit ihre geldpolitische Strategie. Strukturelle Faktoren – die sogenannten fünf Ds – bergen das Risiko einer zukünftig höheren Inflation. Die Währungshüter sind bestrebt, sich agiler aufzustellen, um flexibler auf mögliche Preisschocks reagieren zu können. In diesem Zusammenhang wird das geldpolitische Instrumentarium kritisch hinterfragt.**

Die Notenbank-Oberen dies- und jenseits des Atlantiks dürften sich erleichtert darüber zeigen, dass der Inflationsschub im Nachgang zur Corona-Krise und verstärkt durch den Ukrainekrieg zwischenzeitlich wieder abgeklungen ist. Zwar ist das Inflationsziel von 2% (J/J) sowohl bei der EZB als auch bei der US-Notenbank noch nicht ganz erreicht, aber zumindest wieder in greifbare Nähe gerückt. Doch auch wenn die Sorgenfalten der Währungshüter allmählich weichen, sehen sich die Notenbanken weiterhin Kritik ausgesetzt. Vor allem die EZB sieht sich mit dem Vorwurf konfrontiert, viel zu spät auf den Anstieg der Teuerungsrate im Nachgang zur Corona-Pandemie reagiert zu haben. Weniger ausgeprägt sind die kritischen Stimmen mit Blick auf die US-Notenbank, die im Kampf gegen den ab 2021 an Fahrt gewinnenden Inflationsschub einige Monate früher und auch entschlossener den Leitzins angehoben hatte. Die EZB überprüft gegenwärtig ihre geldpolitische Strategie. Dabei steht nicht etwa eine Anpassung des Inflationsziels zur Debatte. Vielmehr geht es um die Frage, welche Lehren die Notenbank aus dem Pandemieschock zieht und wie sie in einem globalen Umfeld, das zunehmend von Volatilität geprägt ist, zukünftig flexibler auf mögliche Preisschocks reagieren kann.

Notenbanken haben den Inflationsschub unterschätzt und zu lange mit Zinserhöhungen gewartet  
In Prozent



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

### Wachsamer gegenüber Risikofaktoren

Vor der Corona-Pandemie haben sich die Notenbanker über Jahre gegen eine im Trend zu niedrige Inflation gestemmt. Mit Blick auf die Zukunft besteht das Risiko, dass das Inflationsspendel nachhaltig in die andere Richtung ausschlagen könnte. Diesbezüglich wird am Finanzmarkt über verschiedenste Risikofaktoren diskutiert, die zukünftig die Inflationseentwicklung prägen könnten – die sogenannten fünf „Ds“:

**Deglobalisierung:** Im Zuge der Corona-Pandemie sind die globalen Lieferketten aufgrund von Produktions- und Transportstörungen unter Druck geraten. Der bis dahin vorherrschende Trend hin zu einer immer tieferen Verflechtung des Welthandels wurde nun kritisch hinterfragt. Als Folge gibt es seitens der Regierungen Bestrebungen, die Produktion besonders wichtiger Produkte (z. B. Medikamente) in die jeweiligen Heimatländer zurückzuholen, um die Resilienz der Länder gegenüber künftigen Krisen zu erhöhen. Hinzu kommen die von der neuen US-Administration aufgebauten Zollhürden, die zu einer weiteren Fragmentierung des Welthandels beitragen könnten. Die Tendenz hin zu einer voranschreitenden Deglobalisierung birgt grundsätzlich das Risiko steigender Kosten und damit höheren Preisen.

**Dekarbonisierung:** Um dem Klimawandel entgegenzuwirken, müssen die Kohlendioxid-Emissionen (CO<sub>2</sub>) nachhaltig verringert werden. Deren Bepreisung soll als Anreiz für Investitionen in klimafreundliche Alternativen dienen. Die erforderlichen Investitionen für den Umbau der Wirtschaft hin zur Klimaneutralität, zusammen mit der zunehmenden Verteuerung fossiler Brennstoffe, dürften der Inflation perspektivisch Auftrieb geben.

**Debt (Verschuldung):** Als Reaktion auf die wachsenden geopolitischen Spannungen und die veränderte Sicherheitslage infolge des Ukrainekriegs wird Europa in den kommenden Jahren seine Verteidigungsausgaben erhöhen. Der daraus resultierende konjunkturelle Impuls könnte einen stärkeren Preisauftrieb in der Wirtschaft nach sich ziehen. Darüber hinaus hat die notwendige Schuldenaufnahme das Potenzial, die Renditen von Staatspapieren in die Höhe zu treiben und somit auch die Finanzierungskosten privater Investitionen zu verteuern.

**Demographie:** Mit Blick auf die zunehmend alternde Erwerbsbevölkerung besteht die Sorge, dass ein sich verknappendes Angebot an qualifizierten Arbeitskräften zu Lohnsteigerungen führen könnte. Zudem könnte die Alterung der Erwerbstätigen mit einer sinkenden Arbeitsproduktivität einhergehen, was sich in höheren Produktpreisen niederschlagen dürfte.

**Digitalisierung:** Angesichts der fortschreitenden Digitalisierung befürchtet man, dass die Bildung von Monopolen in bestimmten Bereichen des Internets langfristig zu höheren Preisen führen könnte.

In welchem Ausmaß sich diese Faktoren auf die zukünftige Inflationseentwicklung auswirken werden, ist noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Um dieser Ungewissheit Rechnung zu tragen, ist es für die Notenbanken von Vorteil, flexibel aufgestellt zu sein. Daher überprüft die EZB derzeit ihre geldpolitische Strategie. Eine Anpassung des Inflationsziels ist dabei jedoch nicht vorgesehen. Vielmehr wird untersucht, welche geldpolitischen Instrumente für eine agil agierende Notenbank zukünftig geeignet sind. In diesem Zusammenhang wird auch das in der Vergangenheit eingesetzte geldpolitische Instrumentarium kritisch hinterfragt. Dabei wird untersucht, inwieweit von diesem Instrumentarium ausgehende

unerwünschte Nebenwirkungen den Kampf gegen potenzielle zukünftige Inflationsgefahren behindern könnten. Die Notenbank dürfte sich darauf konzentrieren, geldpolitische Instrumente aus ihrem Werkzeugkasten zu nutzen, die im Bedarfsfall rasch angepasst werden können.

### Geldpolitisches Instrumentarium auf dem Prüfstand – Leitzins bleibt zentrales Steuerungsinstrument

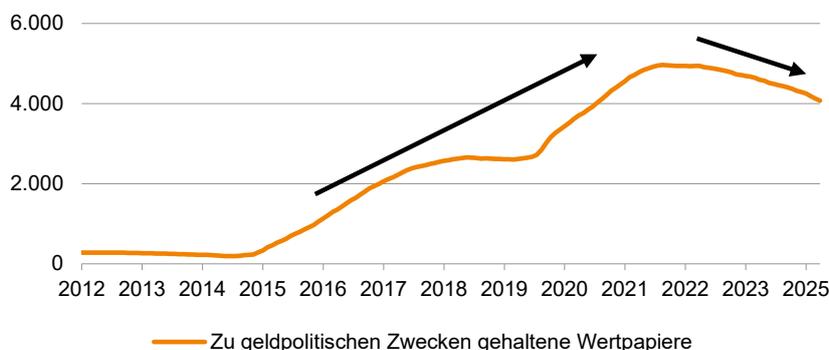
In einer [Rede](#) („Reassessing monetary tools in a volatile macroeconomic environment“) ließ EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel keinen Zweifel daran, dass der **Leitzins** weiterhin das zentrale Instrument zur Adjustierung der geldpolitischen Ausrichtung sei. Die zunächst zögerlichen, dann aber entschlossenen Zinserhöhungsschritte der Notenbank haben entscheidend dazu beigetragen, die Inflation wieder an das EZB-Ziel heranzuführen.

Den umfangreichen **Wertpapierkäufen** der Notenbank steht EZB-Vertreterin Schnabel zwiespältig gegenüber. In von Stress geprägten Marktphasen seien diese ein wirksames Werkzeug zur Stabilisierung der Finanzmärkte. So haben die Wertpapierkäufe im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) während der Corona-Pandemie dazu beigetragen, Marktverwerfungen (z.B. Spreadausweitungen) im Euroraum zu lindern. Damit hat die Notenbank sichergestellt, dass die Transmission des geldpolitischen Impulses in allen Ländern der Eurozone gleichmäßig wirkt. Um dies auch zukünftig zu gewährleisten, hat die Notenbank das [TPI](#) (Transmission Protection Instrument) geschaffen. Dieses erlaubt es der Notenbank, Wertpapiere aus einzelnen Eurozonenländern anzukaufen, um eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die nicht durch länderspezifische Fundamentaldaten gerechtfertigt ist, zu bekämpfen. Bislang ist dieses Kriseninstrument noch nie zum Einsatz gekommen.

Eher kritisch sieht Schnabel hingegen die breit angelegten Anleihekäufe, die darauf zielten, die Renditen am langen Ende zu drücken und so die Konjunktur anzukurbeln, um einer unerwünscht niedrigen Inflation entgegenzuwirken (Quantitative Easing). So können die aufgebauten Anleihebestände im Falle eines gebotenen geldpolitischen Kurswechsels nicht rasch wieder abgebaut werden, ohne Marktverwerfungen hervorzurufen. Eine Straffung der Leitzinsen kann darüber hinaus zu hohen [Verlusten](#) im Anleiheportfolio führen, wie die Notenbank bereits schmerzlich erfahren musste. Vor diesem Hintergrund dürfte die Hürde für erneute massive Anleihekäufe im Rahmen eines Quantitative Easings deutlich höher liegen als in der Vergangenheit.

Ein weiteres Instrument der Geldpolitik, das derzeit kritisch hinterfragt wird, ist die sogenannte **Forward Guidance**. Mithilfe dieser können die Währungshüter ihre Intention zur künftigen Leitzinsentwicklung kommunizieren und so die Zinserwartungen am Markt beeinflussen. In einem von Stabilität geprägten makroökonomischen Umfeld kann die feste Verankerung der marktseitigen Leitzinserwartungen den geldpolitischen Impuls tendenziell verstärken. Demgegenüber birgt die Forward Guidance aber auch das Risiko, dass eine Notenbank zu lange an ihrem eingeschlagenen geldpolitischen Kurs festhält. Sollte die Notenbank darüber hinaus entgegen ihrer Forward Guidance einen geldpolitischen Kurswechsel vollziehen, könnte dies ihre Glaubwürdigkeit beschädigen. Rückblickend war die Forward Guidance der EZB wohl ein Faktor, der dazu beigetragen hat, dass zu langsam auf den im Umfeld der Corona-Pandemie zu beobachtenden zunehmenden Inflationsdruck reagiert wurde.

Wertpapierkäufe (PEPP / APP): Anleihebestände bilden sich nur langsam zurück  
In Milliarden Euro



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

**Neu sortiert**

Mit der Überprüfung ihrer Strategie und ihres geldpolitischen Instrumentariums reagieren die Währungshüter auf die jüngste Verfehlung des Inflationsziels. Aufgrund der Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des makroökonomischen Umfelds ist es das Ziel der Notenbank, sich geldpolitisch agil aufzustellen, um so auf mögliche Veränderungen (z.B. Inflationsschocks) rasch reagieren zu können. Der jüngste Preisschub hat den Notenbank-Oberen die Schwächen und unerwünschten Nebenwirkungen einzelner geldpolitischer Instrumente vor Augen geführt. Wir gehen davon aus, dass zwar alle geldpolitischen Handlungsoptionen im Instrumentenkasten der EZB verbleiben, doch diejenigen, welche die Flexibilität der Notenbank einschränken, zukünftig seltener zum Einsatz kommen werden. Umfangreiche Anleihekäufe (Quantitative Easing) und Forward Guidance dürften in diesem Zusammenhang bis auf Weiteres im Werkzeugkasten verbleiben. Das finale Ergebnis der Überprüfung der geldpolitischen Strategie wird die Notenbank möglicherweise bei ihrem Treffen in portugiesischen Sintra Ende Juni bekannt geben.



## Mischpult Musterportfolio

Christoph Müller & Thorsten Wenzel, Analysten

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

### **Autor: Christoph Müller, Analyst, 05. Juni 2025**

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

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

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

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

Die von der Ankündigung teils exorbitanter US-Importzölle Anfang April weltweit ausgelösten Turbulenzen an den Finanzmärkten sind mittlerweile in den Hintergrund gerückt. Zuversicht hat (wieder) die Oberhand gewonnen und die Kurse vor allem an den Aktienmärkten Europas spürbar steigen lassen. Der DAX liegt im laufenden Quartal nicht nur knapp 10% im Plus, sondern verzeichnete auch ein neues Rekordhoch oberhalb von 24.300 Punkten.

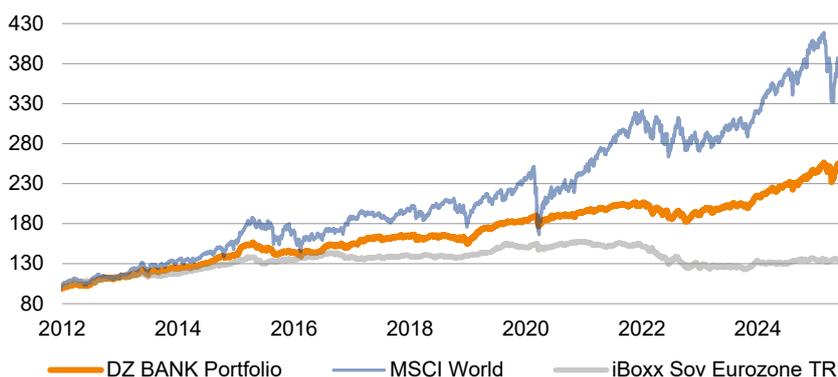
Aufgrund der breiten Diversifikation über diverse Assetklassen folgt unser Musterportfolio den Kursschwankungen an den Aktienmärkten zwar nicht 1:1. Gänzlich entziehen konnte es sich aber ebenfalls nicht und legte im Zuge der Erholung wieder deutlich zu. Aktuell weist das DZ BANK Musterportfolio immerhin wieder ein Plus von knapp 5% seit Beginn dieses Jahres aus. Getrieben wurde dieser Anstieg vor allem von den europäischen Aktienindizes. Der DAX konnte immerhin 22% zulegen, beim Engagement in Versicherer aus dem Euroraum waren es 21%, und der Index für die Luftfahrt- und Verteidigungsbranche in der EU kommt sogar auf einen Zuwachs um 50%. Positiv bemerkbar machte sich zudem die Goldpreisentwicklung, erreichte das gelbe Edelmetall doch zuletzt neue Allzeithochs und konnte sich auf hohem Niveau stabilisieren. Weniger erfreulich gestaltete sich hingegen die Entwicklung der US-Aktienindizes im bisherigen Jahresverlauf. Während der S&P 500 und der Nasdaq 100 etwas oberhalb der Nulllinie anzutreffen sind, weist der Russel 2.000, der die Kursentwicklung kleinerer und mittelgroßer US-Aktienunternehmen abbildet, ein deutliches Minus von 5% aus. Hierin spiegelt sich vor allem die Sorge vor einer deutlichen Wachstumsabschwächung der US-Wirtschaft in Kombination mit einem möglichen Anstieg des Renditeniveaus von US-Anleihen mit längerer Laufzeit wider.

Ebenfalls zur Belastung für das Musterportfolio wurde in den vergangenen Monaten die Entwicklung am Devisenmarkt – genauer gesagt die ausgeprägte Abwertung des US-Dollar. Der Greenback hat insbesondere seit Anfang März gegenüber dem Euro erheblich an Wert verloren und liegt momentan verglichen mit dem Jahresausgangsniveau rund 10% im Minus. Hierunter leiden alle US-denominierten Engagements in unserem in Euro ausgewiesenen Musterportfolio, darunter neben den US-Aktien (Anteil: 21%) auch die kurzlaufenden US-Staatsanleihen (12%) und die Aktienwerte aus den Schwellenländern (5%).

Künftig dürfte die neue Bundesregierung für deutliche positive Impulse sorgen, die genauer gesagt von den Investitionsprogrammen in den Bereichen Verteidigung und Infrastruktur ausgehen. Hiervon dürften die deutsche Wirtschaft im Allgemeinen und hiesige Aktienunternehmen im Speziellen profitieren. Dies gilt vor allem für den auf mittelgroße Unternehmen ausgerichteten MDAX. Im Gegensatz zum DAX sind die Umsätze der MDAX-Mitglieder nicht nur stärker auf die heimische Wirtschaft ausgerichtet. Zudem stellt das verarbeitende Gewerbe mit rund 50% etwa die Hälfte der gesamten Marktkapitalisierung, während dieser Anteil beim DAX nur bei etwa einem Drittel liegt.

Weniger Aufwärtspotenzial gestehen wir künftig den Versicherern im Euroraum zu. Nicht nur dürften diese bestenfalls indirekt von den vorgesehenen staatlichen Investitionen profitieren. Zudem liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) aktuell im Bereich von 12x und hat damit ein sehr ambitioniertes Niveau erreicht – ambitioniert zum einen, weil sich der längerfristige Durchschnitt des KGV deutlich unter 10x bewegt, zum anderen, da vergleichbare Niveaus in den letzten 20 Jahren lediglich 2006 und 2015 verzeichnet wurden. Darüber hinaus werden Versicherer am Aktienmarkt auch als „sicherer Hafen“ wahrgenommen. Zumindest auf längere Sicht dürfte die von den USA ausgehende Verunsicherung für die Finanzmärkte tendenziell nachlassen, worunter deren relative Attraktivität leiden sollte. Aus diesem Grund passen wir unser Musterportfolio an und ersetzen das Engagement in EWU-Versicherer durch einen entsprechenden MDAX-Anteil.

Kursentwicklung seit Auflegung



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment Crossline

**Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 04. Juni 2025**

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

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

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

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

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

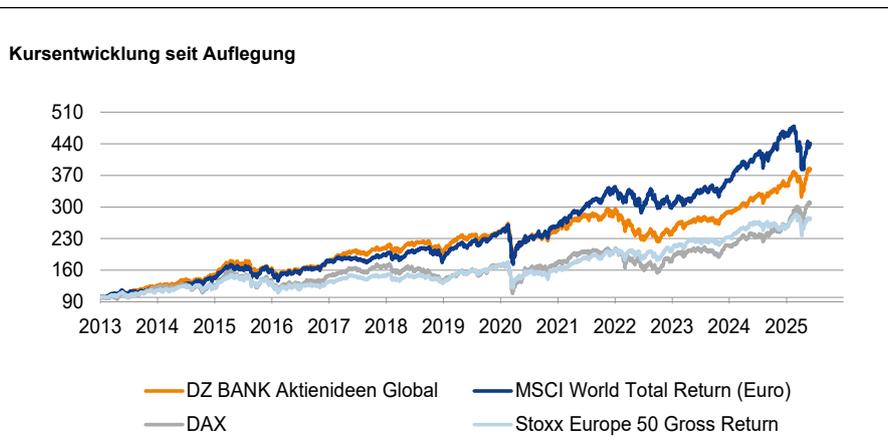
**Zum 04. Juni 2025 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global wie folgt zusammen:**

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	01.01.2025	13	295,90	350,80	+23,8% (inkl. Dividende)
Beiersdorf	02.05.2025	33	124,85	116,90	-6,4%
BMW	17.02.2025	51	84,08	77,62	-2,6% (inkl. Dividende)
Krones	29.04.2025	32	126,60	140,40	+13,0% (inkl. Dividende)
Munich Re	01.01.2025	8	487,10	572,00	+21,5% (inkl. Dividende)
Rheinmetall	16.05.2025	2	1.723,00	1.835,00	+6,5%
RWE	17.03.2025	129	32,42	33,32	+6,2% (inkl. Dividende)
Adobe	01.01.2025	9	429,68	362,69	-15,6%
Amazon.com	01.01.2025	18	211,99	180,88	-14,7%
Applied Materials	01.01.2025	25	157,15	142,21	-9,0% (inkl. Dividende)
BAE Systems	01.01.2025	289	13,89	23,26	+69,2% (inkl. Dividende)
BYD Co.	03.06.2025	88	45,31	45,31	+0,0%
Danone	04.04.2025	52	72,32	74,68	+6,2% (inkl. Dividende)
EssilorLuxottica	01.01.2025	17	235,60	244,70	+5,5% (inkl. Dividende)
Holcim	01.01.2025	43	92,86	97,65	+8,7% (inkl. Dividende)
Linde PLC	16.01.2025	9	420,02	414,86	-0,9% (inkl. Dividende)
Merck & Co.	04.04.2025	51	74,26	67,83	-8,7%
Microsoft	01.01.2025	9	407,29	407,08	+0,3% (inkl. Dividende)
Nestlé	01.01.2025	49	79,60	92,61	+20,5% (inkl. Dividende)
Oracle	01.01.2025	24	161,02	148,72	-7,1% (inkl. Dividende)
Thales	05.05.2025	16	251,50	272,10	+9,3% (inkl. Dividende)

Stand: 04. Juni 2025

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 03. Juni 2025 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 10,8% erzielt und damit nicht ganz so gut abgeschnitten wie der DAX (21,0%), aber besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (8,1%) und der MSCI World Total Return in Euro (minus 3,6%). Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.



Quellen: Bloomberg, DZ BANK



## **Fragiles Gleichgewicht zwischen Zinsen, Inflation und Aktien Klassische Modelle vs. eigene Wege**

Thomas Kulp, Analyst

**Zinsen, Inflation und Aktienmärkte stehen in einem engen Wechselverhältnis: Steigende Zinsen infolge hoher Inflation belasten Aktienbewertungen über höhere Diskontraten und steigende Opportunitätskosten. Dennoch entkoppeln sich Märkte zunehmend von klassischen Bewertungslogiken – getrieben durch Erwartungen, Narrative und technologische Megatrends.**

Die Beziehung zwischen Zinsen, Inflation und Aktienmärkten zählt zu den zentralen Achsen makroökonomischer Analyse. In Phasen geldpolitischer Normalisierung oder Straffung stellt sich regelmäßig die Frage nach den Auswirkungen auf Vermögenspreise – insbesondere auf Aktien. Die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen wirkt sich dabei nicht nur unmittelbar auf die Finanzierungskosten von Unternehmen aus, sondern beeinflusst auch deren Bewertung sowie das Verhalten institutioneller und privater Investoren. Inflation spielt hierbei eine Schlüsselrolle, denn sie ist einer der entscheidenden Einflussfaktoren für den geldpolitischen Kurs der Notenbanken, insbesondere in den USA und Europa.

### **Geldpolitischer Kompass – die Taylor-Regel**

Ein zentrales theoretisches Gerüst zur Erklärung der Zinspolitik stellt die sogenannte Taylor-Regel dar. Sie liefert eine Formel, nach der der Leitzins einer Zentralbank in Abhängigkeit von Inflationsabweichungen und Produktionslücken angepasst werden sollte. Entwickelt wurde die Regel Anfang der 1990er-Jahre vom US-Ökonomen John B. Taylor. Demnach ergibt sich ein „optimaler“ Zinssatz aus dem Gleichgewichtszins plus einem Aufschlag, der sowohl die Abweichung der tatsächlichen Inflation vom Inflationsziel als auch die Abweichung der realen Wirtschaftsleistung von der potenziellen Wirtschaftsleistung (Output Gap) berücksichtigt.

In der aktuellen Lage, in der viele Industrienationen mit hartnäckiger Inflation und gleichzeitig strukturellen Wachstumsschwächen konfrontiert sind, gewinnt die Taylor-Regel wieder an Bedeutung. So hätte die Regel in den Jahren 2021 und 2022 – als die Inflation deutlich über den Zielwerten der Zentralbanken lag – eine deutlich aggressivere Zinsanhebung nahegelegt, als sie von der US-Notenbank und der EZB anfänglich vollzogen wurde. Erst mit etwas Verzögerung erfolgte

eine geldpolitische Straffung, die den Kapitalmarktzins in den USA auf über 5% steigen ließ – ein Niveau, das seit der globalen Finanzkrise nicht mehr zu beobachten war.

### **Zinsen als zentraler Input des Discounted-Cash-Flow-Modells**

Für die Bewertung von Aktien stellt der Zins eine fundamentale Größe dar. Dies zeigt sich besonders im Discounted-Cash-Flow-Modell (DCF), einem der theoretisch fundiertesten Verfahren zur Ermittlung des Werts eines Unternehmens. Der Grundgedanke besteht darin, zukünftig erwartete Zahlungsströme – also freie Cashflows – auf den heutigen Zeitpunkt abzuzinsen. Dabei ist der verwendete Zinssatz keineswegs beliebig, sondern spiegelt die Kapitalkosten des Unternehmens wider, häufig ausgedrückt als gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Ein Anstieg der Zinsen – etwa infolge geldpolitischer Straffung – führt somit unmittelbar zu einer Erhöhung der Diskontrate. Dies hat zur Folge, dass der Barwert zukünftiger Cashflows sinkt, was wiederum zu niedrigeren Bewertungen von Aktien führt. Besonders betroffen sind hierbei wachstumsstarke Unternehmen, deren Gewinne weit in der Zukunft liegen – typischerweise Technologieaktien, Start-ups oder sogenannte „Wachstumsaktien“. Diese erleben in der Regel bei steigenden Zinsen überproportionale Kursverluste, da ihr Bewertungsniveau stark zinsabhängig ist.

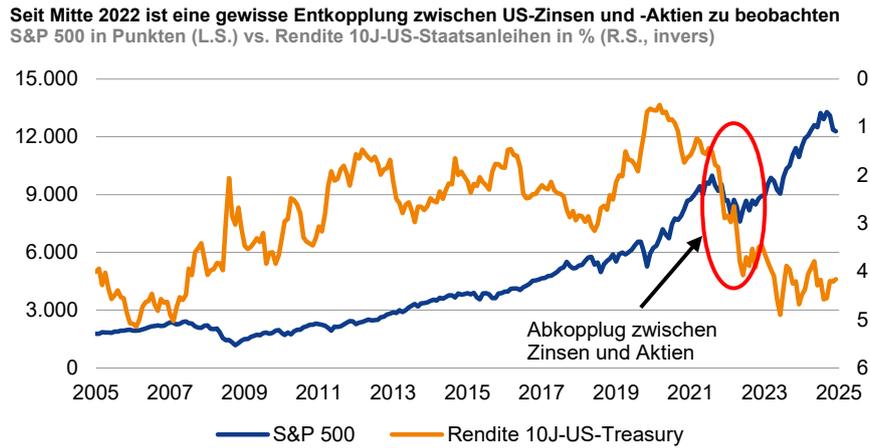
In den Jahren 2020 und 2021 führte das globale Niedrigzinsumfeld dazu, dass Investoren bereit waren, sehr hohe Bewertungen zu akzeptieren – insbesondere bei Unternehmen, die starke Wachstumsraten, jedoch geringe kurzfristige Gewinne aufwiesen. Mit dem Zinsanstieg ab 2022 setzte eine Trendwende ein. So kann der Rückgang der Bewertung vieler Tech-Werte an der NASDAQ zum Teil auf diesen Mechanismus zurückgeführt werden.

### **Inflation und die realwirtschaftliche Komponente**

Inflation selbst wirkt auf mehreren Ebenen in das Bewertungssystem von Aktienmärkten hinein. Einerseits stellt eine hohe Inflation eine Belastung für die Kaufkraft der Verbraucher und die Margen von Unternehmen dar, insbesondere dann, wenn diese die gestiegenen Kosten nicht vollständig an Endkunden weitergeben können. Andererseits führt eine anhaltend hohe Inflation zu realen Wertverlusten für Anleger. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang das Verhalten der Zentralbanken. Reagieren sie mit Zinserhöhungen, um der Inflation entgegenzuwirken, erhöht sich nicht nur der Diskontierungssatz im DCF-Modell, sondern es steigen auch die Opportunitätskosten von Aktieninvestments. Anleihen werden in einem Hochzinsumfeld wieder attraktive, verhältnismäßig risikoarme Renditen ab, wodurch der relative Vorteil von Aktien gegenüber festverzinslichen Papieren sinkt. Dieser Effekt wird besonders deutlich, wenn inflationsbereinigte Realrenditen positiv werden.

### **Opportunitätskosten als stiller Bewertungsfaktor**

Der Begriff der Opportunitätskosten beschreibt die entgangenen Erträge einer nicht gewählten Alternative. Im Kontext von Kapitalanlagen sind dies oft die Erträge sicherer Anlagen, etwa von Staatsanleihen, die einem Aktieninvestment gegenübergestellt werden. In einem Niedrigzinsumfeld sind diese Opportunitätskosten eher gering. Dadurch erscheinen Aktien relativ attraktiv. Umgekehrt führt ein Anstieg der risikofreien Renditen, zum Beispiel von US-Treasuries, zu einer Neubewertung von Aktien, da Investoren bei gleicher Risikoneigung nun höhere Erträge mit geringerem Risiko erzielen können. Besonders institutionelle Anleger, die gesetzlich oder regulatorisch zur Risikoabwägung verpflichtet sind, reagieren sensibel auf Veränderungen der Opportunitätskosten. Die sogenannte „TINA-Logik“ („There Is No Alternative“) galt während der Phase extrem niedriger Zinsen als Begründung für eine hohe Aktienquote in Portfolios. Mit dem Wiederanstieg der Zinsen tritt zunehmend das Prinzip „TARA“ („There Are Reasonable Alternatives“) in den Vordergrund. Dies verändert die Allokation von Kapital und wirkt sich insbesondere auf die Bewertungen in überhitzten Marktsegmenten aus.



Quellen: FactSet, DZ BANK

### **Nicht zu unterschätzen – der verhaltensökonomische Einfluss**

Gleichwohl ist in den vergangenen Jahren zu beobachten, dass sich die Entwicklung der Aktienmärkte zum Teil von der klassischen Logik der Zinsabhängigkeit entkoppelt hat. Trotz deutlich steigender Leitzinsen in den USA und Europa seit 2022 verzeichneten viele Aktienindizes beachtliche Kursgewinne. Diese Divergenz lässt sich nur teilweise durch robuste Unternehmensgewinne oder sektorale Sonderentwicklungen erklären. Vielmehr scheint auch ein neuer, verhaltensökonomischer Faktor eine Rolle zu spielen: die Erwartung schneller geldpolitischer Kehrtwenden („Fed-Pivot“) sowie ein zunehmender Fokus auf künstliche Intelligenz und Technologie als vermeintliche Superzyklen. Investoren bewerten Unternehmen zunehmend weniger anhand klassischer Bewertungslogiken wie DCF oder Zinsniveau, sondern orientieren sich verstärkt an Narrativen über zukünftige Disruptionen und strukturelle Wachstumschancen. Diese Entwicklung birgt Chancen, aber auch erhebliche Risiken, da sie die Märkte anfälliger für starke Korrekturen macht, wenn die Realität den vorherrschenden Erwartungen nicht gerecht wird. Die langfristige Relevanz fundamentaler Bewertungsgrößen sollte jedoch nicht komplett außer Acht gelassen werden – auch wenn sie vom Markt teils ausgeblendet wird.

### **Zwischen Theorie und Marktmechanismen**

Zinsen, Inflation und Aktienmärkte bilden ein komplexes und dynamisches Wechselspiel, das sich nicht auf einzelne Kausalitäten reduzieren lässt. Die Taylor-Regel bietet ein theoretisches Gerüst zur Ableitung geldpolitischer Entscheidungen, die wiederum über den Zinskanal in Bewertungsmodelle wie den DCF-Ansatz einfließen. Steigende Zinsen erhöhen die Diskontraten und senken somit die gegenwärtigen Unternehmenswerte – besonders bei wachstumsorientierten Firmen mit vorrangig langfristigen Ertragsperspektiven. Gleichzeitig steigen die Opportunitätskosten, wodurch Investitionen in Aktien im Vergleich unattraktiver werden. Die zentrale Rolle der Inflation als Auslöser geldpolitischer Reaktionen und zugleich als realwirtschaftlicher Belastungsfaktor macht sie zum Schlüsselfaktor. Der langfristige Erfolg am Aktienmarkt hängt daher nicht nur von Unternehmenskennzahlen ab, sondern zunehmend auch vom Verständnis ökonomischer Zusammenhänge.



## De-Dollarization: Ist der Status des Dollars in Gefahr?

Sonja Marten, Analystin

**Der Dollar hat in den ersten Monaten der Trump-Regierung deutlich an Wert verloren. Zum einen war dies wachsenden Rezessionsängsten geschuldet, zum anderen aber auch der zunehmenden Sorge über einen möglichen Vertrauensverlust in den Dollar. Ganz von der Hand zu weisen sind diese Bedenken nicht, jedoch wäre eine echte Abkehr vom Dollar ein heikles Unterfangen.**

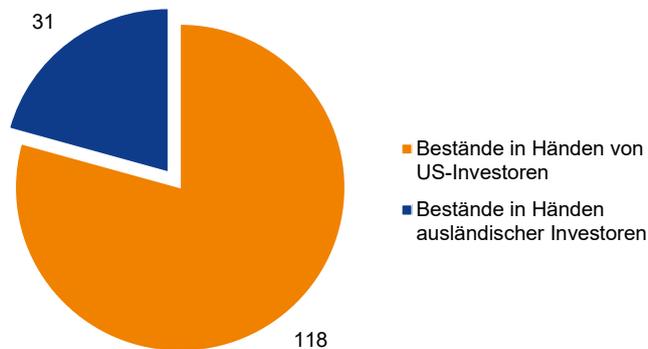
In den vergangenen Monaten hat die erratische Politik des US-Präsidenten für massive Marktvolatilität gesorgt und den Dollar zeitweise kräftig unter Druck gesetzt. Im April fiel der Dollar-Index auf seinen niedrigsten Stand seit zwei Jahren. Zwar hat sich die Währung seither wieder etwas erholt, ein echtes Comeback sieht jedoch anders aus. Für die Abwertung des Dollars gibt es unseres Erachtens zwei Hauptgründe: Zum einen die wachsende Sorge, dass die Handelspolitik der USA in einer US-Rezession münden könnte, und zum anderen aufkeimende Zweifel am Status des Dollars als sicherer Hafen. Doch was ist dran an den Gedankenspielen über einen möglichen dauerhaften Vertrauensverlust in die amerikanische Währung? Und ist es überhaupt realistisch, dass sich internationale Investoren vom Greenback abwenden könnten?

### **Die Welt hält Dollar: eine gegenseitige Abhängigkeit**

Bereits seit den frühen 1980er-Jahren liegt die US-Leistungsbilanz im negativen Bereich. In den 1990ern gab es eine kurze Phase, in der die Leistungsbilanz ausgeglichen war. In den vergangenen Jahren lag das Leistungsbilanzdefizit der USA zumeist in der Region von 3% bis 4% des Bruttoinlandsprodukts. Das anhaltend hohe Defizit in der Leistungsbilanz geht zwangsläufig mit hohen Kapitalbilanzüberschüssen einher. Vereinfacht gesagt: Die USA sind darauf angewiesen, sich Geld aus dem Ausland zu leihen, um ihr Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Entstanden ist eine Art Symbiose, in der die USA in großem Stil Produkte aus dem Ausland konsumieren und ausländische Investoren ihr Kapital in US-Dollar-Vermögenswerte investieren. Derzeit befinden sich mehr als 20% aller verfügbaren US-Wertpapiere in den Händen ausländischer Investoren. Besonders ausgeprägt ist die Abhängigkeit der USA vom Auslandskapital im Staatsanleihenmarkt: Gut 30% aller US-Staatsanleihen (Treasuries) werden im Ausland gehalten. Dies liegt vor allem daran, dass institutionelle Investoren (u.a. Zentralbanken) hohe Anteile ihrer Portfolien in Treasuries halten, die nicht nur als extrem sicher, sondern auch als äußerst liquide gelten.

Auch im Warenhandel sticht der Dollar als klarer Favorit unter den Währungen hervor. Mehr als 50% des globalen Handels wird in Dollar fakturiert, daran haben auch die Bestrebungen einiger BRICS-Staaten, sich vom Dollar zu lösen, nicht viel geändert. Ähnlich verhält es sich mit Blick auf den Handel am Devisenmarkt, wo der Dollar ebenfalls die klare Nummer eins ist. Lange Zeit galt der Status des Dollars damit als unangefochten. Könnte sich dies nun unter Trump ändern?

**USA: Abhängigkeit von Fremdkapital**  
Bestände von US-Wertpapieren (Bio. USD)



Quellen: Bloomberg, Federal Reserve

### **Institutionelle Investoren haben wenig Alternativen zum US-Markt**

Zweifelsohne hat die Politik Trumps in den vergangenen Monaten ihre Schatten über den Dollar geworfen und die Diskussion darüber, ob die Währung ihren Status halten kann, ist lauter geworden. Doch eine „Befreiung“ von der Übermacht des Dollars ist nicht einfach. Nehmen wir das Beispiel der Zentralbanken, die (insbesondere in Asien) sehr stark im US-Markt investiert sind. Derzeit halten Zentralbanken im Ausland 8,5 Bio. Dollar an Treasuries. Es wäre ein Ding der Unmöglichkeit, diese (oder auch nur signifikante Anteile) abzustoßen, ohne massive Verluste im bestehenden Portfolio auszulösen: Sobald am Markt bekannt würde, dass Zentralbanken in China, Japan etc. beginnen, ihre Portfolios umzuschichten, wäre mit einem massiven Anstieg der Treasury-Renditen zu rechnen, der riesige Kursverluste mit sich bringen würde. Nun kann man vielleicht argumentieren, dass die chinesische Zentralbank bzw. Regierung bereit wäre, diese Verluste zu absorbieren, in anderen Ländern wäre dies sicherlich schwieriger. Und da das US-Finanzministerium einmal im Monat detaillierte Daten darüber veröffentlicht, wäre es kaum möglich, diese Art der Umschichtung geheim zu halten (abgesehen davon, dass sich große Verkäufe seitens der Zentralbanken schnell herumsprechen würden).

In diesem Zusammenhang stellt sich natürlich auch die Frage, welche Alternativen Investoren zum Dollar hätten. Der US-Staatsanleihenmarkt ist der größte und liquideste Markt der Welt und mit seinem (immer noch) guten Rating insbesondere für institutionelle Investoren attraktiv. Bundesanleihen wären die offensichtlichste Alternative, jedoch ist die Aufnahmefähigkeit dieses Marktes nicht unendlich: Das Volumen ausstehender Bundesanleihen beläuft sich aktuell auf knapp 2,5 Bio. US-Dollar (zum Vergleich: in den USA sind es mit 27 Bio. US-Dollar mehr als das Zehnfache). Sicherlich wäre eine aktivere Diversifizierung auf andere Länder zu einem gewissen Maß möglich, jedoch ist zu beachten, dass insbesondere institutionelle Investoren strengen Vorgaben unterliegen und zum Beispiel oft nicht in der Lage sind, in Anleihen mit einem niedrigeren Rating zu investieren.

### **Auch in Handelsbeziehungen ist der Dollar schwer zu umgehen**

Eine Abkehr vom Dollar in Handelsbeziehungen ist ebenfalls nicht einfach zu bewerkstelligen, wie die BRICS-Staaten in den vergangenen Jahren bereits feststellen mussten. Zwar ist es möglich, den Dollar punktuell – über den Weg bilateraler Handelsabkommen – zu umgehen. Im globalen Handel sind solche Abkommen jedoch nicht mehr als ein Tropfen auf den heißen Stein und dienen wohl vornehmlich als politisches Warnsignal in Richtung Washington. Und Überlegungen, eine eigene BRIC-Währung auf die Beine zu stellen, dürften von vornherein zum Scheitern verurteilt sein: Zu heterogen sind die wirtschaftlichen und politischen Ideologien der betroffenen Länder.

### **Fazit**

Eine echte Abkehr vom Dollar ist also sowohl aus Sicht großer Investoren als auch aus Sicht von Ex- und Importeuren derzeit sicherlich nicht realistisch, zu groß sind die über Dekaden gewachsenen gegenseitigen Abhängigkeiten. Dies

---

bedeutet jedoch nicht, dass es weiterhin und wohl zunehmend Bemühungen geben wird, die Rolle des Dollars zumindest etwas zu dezimieren. Zentralbanken haben zum Beispiel bereits vor 15 Jahren angefangen, ihre Devisenreserven aktiver zu diversifizieren, vor allem zulasten des Dollars. Investoren dürften zudem strukturell höhere Renditen einfordern, insbesondere angesichts der Tatsache, dass das US-Budgetdefizit weiter anwächst und die US-Regierung immer mehr Schulden macht. Und auch dem Dollar dürfte es nicht mehr ganz so leichtfallen, immer und in allen Lagen als Gewinner aufzutreten. Trump mag im Handelskonflikt mit China zuerst gezuckt haben, der Schaden, den die vorangegangenen Wochen angerichtet haben, ist jedoch nicht so einfach zu beseitigen. Zumal die US-Regierung mit ihrem [Mar-a-Lago Akkord](#) ja bereits die potenziell nächste Hiobsbotschaft in der Schublade liegen hat.



## **Gold war, Bitcoin wird? Traditionelle und potenzielle Währungsreserven**

Marcel Heinrichsmeier & Thomas Kulp, Analysten

**In Zeiten geopolitischer Unsicherheit und wachsender Spannungen rückt die Nachfrage nach verlässlichen Währungsreserven verstärkt in den Fokus der Zentralbanken. Neben klassischen Anlageformen wie Gold gewinnen in der Diskussion auch digitale Vermögenswerte wie Bitcoin zunehmend an Bedeutung.**

Im internationalen Währungssystem spielt Gold seit jeher eine besondere Rolle – nicht nur für private Anleger, sondern vor allem auch für Zentralbanken. Während das gelbe Edelmetall im modernen Finanzsystem längst nicht mehr als offizieller Anker der Währungen dient, hat es sich inzwischen als strategisches Reserveinstrument etabliert. Die wechselseitige Beziehung zwischen Gold und Zentralbanken ist dabei von hoher Komplexität geprägt – ökonomisch wie politisch.

Zentralbanken halten Goldreserven in erster Linie als Teil ihrer offiziellen Währungsreserven. Diese dienen der Sicherstellung von Vertrauen in die jeweilige Landeswährung, der finanziellen Handlungsfähigkeit in Krisenzeiten und als Absicherung gegenüber Währungs- und Marktrisiken. Obwohl Gold keine Zinsen abwirft und damit vermeintlich ineffizient erscheint, wird es aufgrund seiner besonderen Eigenschaften seit Jahrzehnten in beträchtlichem Umfang gehalten, nicht zuletzt als inflations- und krisensichere Anlageform. Ein zentraler Grund für die anhaltende Bedeutung von Gold für Zentralbanken ist seine Eigenschaft als „Wertspeicher“. Im Gegensatz zu Fiat-Währungen, deren Kaufkraft durch expansive Geldpolitik, Schuldenaufnahme oder geopolitische Unsicherheiten unter Druck geraten kann, gilt Gold als wertbeständig. Insbesondere in Zeiten wachsender globaler Spannungen, hoher Inflation oder Vertrauensverlust in bedeutende Währungen – etwa den US-Dollar oder den Euro – erfährt Gold eine Art Renaissance. Vor allem in Schwellenländern hat sich das Streben nach Unabhängigkeit von westlich dominierten Währungsstrukturen in den letzten Jahren intensiviert. Die Folge dabei sind steigende Goldkäufe durch Zentralbanken unter anderem in China, Indien, Russland und Brasilien.

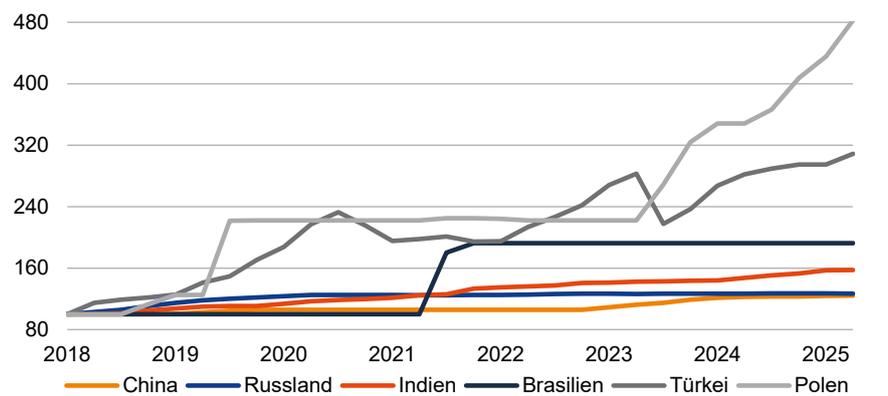
Zentralbanken beeinflussen durch ihr Verhalten wiederum maßgeblich den Goldpreis. Sie setzen ihre Goldkäufe in einem im historischen Vergleich hohen Tempo fort. Die offiziell gemeldete Erhöhung der Goldreserven von 244 Tonnen im ersten Quartal 2025 entspricht zwar einem geringeren Zuwachs als im Vorjahresquartal, liegt aber immer noch 24% über dem fünfjährigen Durchschnitt. Gerade vor dem Hintergrund des anhaltenden globalen Trends der Blockbildung ist

eine Abkehr von diesem Trend nicht in Sicht. Vielmehr dürften Länder wie China, Russland, Indien und Brasilien bemüht sein, ihre Abhängigkeit vom bzw. ihre Anfälligkeit durch den US-Dollar weiter zu reduzieren. Diese kontinuierliche Nachfrage übt eine stabilisierende Wirkung auf den Preis aus und signalisiert Marktteilnehmern, dass Gold als Anlageklasse dauerhaft gefragt bleibt. Gleichzeitig sendet die Zentralbanknachfrage ein wichtiges psychologisches Signal an den Markt: Wenn Institutionen mit langfristiger Perspektive wie Zentralbanken vermehrt auf Gold setzen, verstärkt dies die Wahrnehmung von Gold als sicherem Hafen – was wiederum das Verhalten privater Investoren beeinflusst. Auch für die Reputation einzelner Notenbanken spielt die Goldpolitik eine Rolle. In Ländern mit instabiler Währung oder schwachem Bankensektor kann der Besitz von Goldreserven als Beweis ökonomischer Solidität dienen und das Vertrauen in die institutionelle Stabilität fördern.

Die Beziehung zwischen Gold und Zentralbanken hat heutzutage eher strategischen Charakter. Für die Notenbanken ist Gold ein sicherer, liquider und politisch unabhängiger Reserveträger. Umgekehrt tragen Zentralbanken mit ihrem Nachfrageverhalten zur Stabilität und Bedeutung des Goldmarktes bei. In einer zunehmend fragmentierten Weltordnung, geprägt von geopolitischen Spannungen und dem Ruf nach monetärer Souveränität, dürfte diese Verbindung in den kommenden Jahren weiter an Relevanz gewinnen.

Während Gold als bewährter Stabilitätsanker in den Bilanzen zahlreicher Zentralbanken fungiert, rückt mit Bitcoin zunehmend ein digitales Pendant in den Fokus. Gewisse Parallelen sind zweifelslos vorhanden: Beide Assets zeichnen sich durch Knappheit und Unabhängigkeit von politischen Entscheidungen aus. Zudem wird der führenden Kryptowährung teils ebenfalls die Funktion als potenzieller Wertspeicher zugeschrieben. In einer Zeit wachsender geopolitischer Unsicherheiten prüfen daher immer mehr Notenbanken, ob Bitcoin künftig eine ähnliche Rolle wie Gold im globalen Reservegefüge einnehmen könnte.

**Einige Schwellenländer-Zentralbanken sind besonders aktiv am Goldmarkt**  
Goldbestände ausgewählter Notenbanken (Index: 01.01.2018 = 100)



Quellen: World Gold Council, DZ BANK

### Bitcoin-Reserven weltweit in der Diskussion – Vorreiter USA

Die führende Kryptowährung Bitcoin erreichte jüngst ein neues Allzeithoch von rund 112.000 US-Dollar und hat sich mittlerweile als Assetklasse bei vielen institutionellen Investoren etabliert. Die im letzten Jahr eingeführten Bitcoin-Spot-ETFs brechen einen Rekord nach dem anderen und immer mehr Unternehmen machen mit Bitcoin-Käufen für ihre Bilanz Schlagzeilen. Damit wirkten sie zuletzt in turbulenten Zeiten positiv auf den Bitcoin-Kurs ein. Seit dem US-Wahlkampf von Donald Trump gibt es eine spannende Entwicklung weltweit. Immer mehr Staaten und Zentralbanken diskutieren Bitcoin als strategisches Reserveasset. Spätestens seit dem Wahlsieg Donald Trumps wird diese Bewegung von den USA angeführt, der im März dieses Jahres die Einrichtung einer „strategischen Bitcoin-Reserve“ anordnete. Teil dieser Reserven sollen Kryptowährungen sein, die sich bereits im Besitz der US-Regierung befinden – etwa durch Beschlagnahmen im Rahmen von Strafverfahren. Die Verordnung erlaubt dem Finanz- und dem Handelsministerium auch, „haushaltsneutrale Strategien“ zu entwickeln, um mehr Bitcoins für die Reserve zu kaufen, ohne dass dem Steuerzahler zusätzliche Kosten entstehen. Schätzungen zufolge besitzt die US-Regierung derzeit rund 200.000 Bitcoins, die nicht mehr verkauft werden sollen. Auch auf bundesstaatlicher Ebene in den USA zeigen mehrere Staaten Interesse an Bitcoin-Reserven. Texas, New Hampshire und Arizona haben beispielsweise ähnliche Initiativen gestartet bzw. teilweise umgesetzt.

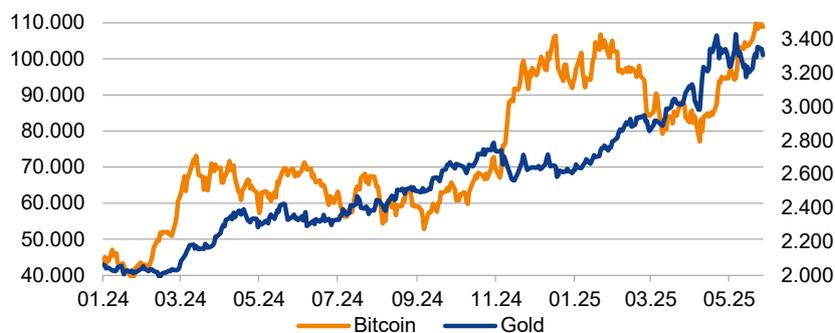
Auch international steht das Thema bei vielen Staaten und Zentralbanken auf der Agenda. So hat die tschechische Zentralbank (CNB) im Januar 2025 einen Vorschlag angenommen, die Möglichkeit zu analysieren, bis zu 5% ihrer Devisenreserven in Bitcoin zu investieren. Daneben erwägen auch Staaten wie Brasilien oder Japan, Bitcoin in ihre staatlichen Reserven aufzunehmen. So hat Japans staatlicher Pensionsfonds angekündigt, eine Diversifikation in Bitcoin zu prüfen.

### Zentralbanken haben unterschiedliche Motive für eine mögliche Reserve – Signalwirkung für Privatkunden?

Einer der Gründe für Zentralbanken, Bitcoin als Reserve zu halten, ist, dass er wie Gold ein begrenztes Angebot hat, allerdings mit einer fest definierten Obergrenze von 21 Millionen Einheiten. Dies könnte theoretisch als Wertspeicher gegen eine Fiatgeld-Entwertung helfen. Zudem kann Bitcoin, anders als physisches Gold, digital und leicht transferiert werden – innerhalb von Minuten über Grenzen hinweg. Das kann in geopolitisch unsicheren Zeiten oder bei Finanzsanktionen nützlich sein. Die Zensurresistenz von Bitcoin kann betroffenen Ländern dabei helfen, Sanktionen zu umgehen, indem Bitcoin für Zahlungsströme genutzt wird. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist, dass Zentralbanken Bitcoin als neutralen Vermögenswert zur strategischen Diversifikation von Dollar-, Euro- oder Goldreserven betrachten könnten – insbesondere Länder, die sich vom westlich dominierten Finanzsystem lösen und somit ihre Abhängigkeit vom US-Dollar verringern wollen. Somit könnte der Kauf von Bitcoin auch als geopolitisches Signal der Unabhängigkeit gegenüber traditionellen Währungsblöcken oder als Teil einer Anti-Dollar-Strategie dienen. Ein großes Manko für viele Zentralbanken ist dennoch weiterhin die hohe Volatilität und die Möglichkeit eines Totalverlusts.

Die breite Aufnahme von Bitcoin in die Bilanzen von Zentralbanken hätte indes eine enorme Signalwirkung: Bitcoin würde als offizielles Asset aus der spekulativen Ecke geholt und als digitales Gold institutionalisiert werden. Dies könnte wiederum zum einen das Vertrauen von Privatkunden stärken, aber auch „FOMO-Effekte“ (Fear of Missing Out – FOMO) auslösen. Letztlich könnte es sogar zu einem „Supply Squeeze“, also einer Verknappung des Angebots am Markt, kommen, da der Liquiditätsanteil von Bitcoin am Markt sinkt. Kursbewegungen könnten sogar noch stärker volatil werden, da Angebots- und Nachfrageverschiebungen größere Preiswirkungen haben könnten.

**Gold und Bitcoin zuletzt mit neuen Allzeithochs**  
L.S.: Bitcoin in USD; R.S.: Gold in USD pro Unze



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

### Paradigmenwechsel nicht ausgeschlossen

Sowohl Gold als auch Bitcoin gewinnen in einer zunehmend fragmentierten Weltwirtschaft als strategische Reserveassets an Bedeutung. Während Gold bereits seit Jahrzehnten als stabiler Wertspeicher im Besitz vieler Zentralbanken etabliert ist, rückte Bitcoin in den letzten Monaten – auch dank US-Präsident Trump – zunehmend als digitales Pendant in den Fokus staatlicher Akteure. Sollten Zentralbanken Bitcoin verstärkt in ihre Währungsreserven integrieren, könnte dies einen Paradigmenwechsel begründen.

# Geld im Wandel – Herausforderungen für Zentralbanken und neue Geldformen

## Experten-Interview

Mit Claus George, Experte für Transaktionsmanagement, DZ BANK AG

**Friedrich:** Wir widmen uns heute dem Thema Herausforderungen für Zentralbanken, die ein relativ verstaubtes Image haben und entsprechend im digitalen Zeitalter schauen müssen, wo sie bleiben. An meiner Seite ist Claus George, Experte aus dem Bereich Transaction Management, speziell für digitale Lösungen, auch Blockchain-Lösungen. Genauer unter die Lupe nehmen wollen wir die verschiedenen Geldformen, die es mittlerweile gibt, aber auch deren Auswirkungen sowohl für die Wirtschaft als auch die Menschen im Alltag, was das Bezahlen angeht, und wohin die Reise in den nächsten Jahren geht. Insofern ist das erste Thema Kryptowährungen und Bitcoin. Was ist es, worum geht es da eigentlich?

**Claus George:** Der wesentliche Teil von Kryptowährungen ist, dass das Vertrauen in Institutionen ersetzt wird. Im Moment vertrauen wir Banken und Zentralbanken und das wird durch kryptographische Elemente ersetzt, also Technologie – unabhängig von Handel und Marktteilnehmern.

**Friedrich:** Kann ich damit im Alltag bezahlen?

**Claus George:** Das hängt von den verschiedenen Kryptos ab. Mit Stablecoins, die auch unter die Kryptowährungen fallen, geht das mittlerweile schon. Ein Stablecoin ist eine Form von Geld, die auf DLTs (Distributed Ledger Technology) verfügbar ist, die einen Emittenten hat und – der Name suggeriert es schon – versucht, einen stabilen Wert zu halten. Das ist nichts, womit sich spekulieren oder worin sich investieren lässt, wie bei Bitcoin. Ein Stablecoin ist eine Geldform, die dazu gemacht wurde, um bezahlen zu können. Und das geht durchaus in Teilen der Welt schon ganz gut.

**Friedrich:** Es gibt also bereits Kryptowährungen oder eben Stablecoins, ein Derivatabkömmling von Bitcoin und Co., die tatsächlich im Alltag angekommen sind. Welche Länder sind das?

**Claus George:** Das sind Länder, wo die Zahlungsinfrastruktur nicht so ausgeprägt ist wie hier. Oder wo den Bürgerinnen und Bürgern der Zugang zu einer stabilen Währung verwehrt ist. Wir haben den Euro, eine ordentliche Währung, die stabil ist und im ganzen Euroraum akzeptiert wird. Wir haben einen funktionierenden Zahlungsverkehr. Man kann als Verbraucher überall zahlen und sich zwischen mehreren Varianten entscheiden, auch im Internet.

**Friedrich:** Mit „Libra“, ein von Facebook 2019 ins Leben gerufene Projekt, hatten wir einen sehr bekannten Stablecoin in der Planung. Dieser Stablecoin hatte das Ziel, eine Konkurrenz zu den etablierten Währungen weltweit zu werden, also auch für Euro und Dollar. Das Projekt ist im Sande verlaufen. Hätte „Libra“ funktionieren können – eine private Lösung, die den Zentralbanken Konkurrenz macht?

**Claus George:** „Im Sande verlaufen“ ist sehr freundlich formuliert. Es wurde von den Staaten und der Regulatorik abgewürgt. Meiner Meinung nach hätte Libra funktionieren können, weil man genügend Kunden mitgebracht hätte. Denn Geld muss allgemein akzeptiert sein – das ist eine der Funktionen von Geld. Zudem war das Projekt relativ intelligent aufgesetzt. Aber sie haben einiges gemacht, was nicht durchgehen konnte.

**Friedrich:** Doch hätten wir dieses Projekt nicht gehabt, würden wir heute vielleicht auch nicht so stark über den digitalen Euro oder generell das Thema digitale Zentralbankwährungen sprechen. Was ist dieses Projekt und dessen Ziel? Und wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass wir irgendwann mit einem digitalen Euro bezahlen werden?

**Claus George:** Der digitale Euro ist der Versuch der Europäischen Zentralbank, ihr Ankerprodukt zu modernisieren. Der Zentralbank ist es sehr wichtig, dass die Bürger Zentralbankgeld regelmäßig benutzen, weil es ihrer Meinung nach der Anker unseres Finanzsystems ist. Zwar baut auch das Geschäftsbankengeld darauf auf, inwieweit den Menschen der Unterschied aber wirklich transparent ist, da gehen die Meinungen auseinander. Für die meisten wird die Hauptsache sein, bezahlen zu können. Und obwohl Deutschland sozusagen der Hort der Bargeldfreunde ist, geht die Nutzung von Bargeld dramatisch zurück. Das liegt einfach daran, dass es ein analoges altes Produkt ist. Wir kennen es von anderen Sachen wie Musik, die man früher noch von Schallplatten abgespielt hat; später gab es Digitalisierung, CDs und jetzt gibt es nur noch Streaming und so weiter. Es fällt einfach aus der Zeit und da ist es vollkommen verständlich, dass man das modernisieren möchte. Das andere große Argument ist die Souveränität Europas. Aus heutiger Sicht war das schon sehr weitsichtig, ein staatliches Zahlungsmittel zu etablieren, weil es doch resilienter gegen äußere Einflüsse ist. Uns als Geschäftsbanken kann man zum Beispiel dazu zwingen, bestimmten Leuten kein Konto zu geben, auch außerhalb unserer Hoheit, zum Beispiel durch die USA. Bei der EZB ist das nicht möglich.

**Friedrich:** Ich gebe dir einerseits recht, dass es den Leuten egal ist, womit sie bezahlen. Aber wenn es dann darauf ankommt und man Sorge hat, dass das Geld auf dem Einlagekonto bei der Geschäftsbank in Schieflage gerät oder möglicherweise morgen nicht mehr da ist, dann tendiert man schon dazu, es abzuheben und Bargeld zu nutzen oder in der Hand zu halten, weil man dem mehr vertraut. Die Argumentation kann ich an der Stelle zumindest nachvollziehen.

**Claus George:** Wenn man sich anschaut, wann massiv Bargeld abgezogen wurde oder Bargeld benutzt wurde, dann waren es doch eher Krisen oder gefühlte Krisensituationen, wie zum Beispiel Corona. Es hatte nichts mit den einzelnen Banken zu tun. Und wenn man von Krise spricht, dann ist es auch möglich, dass zum Beispiel Netzwerke wegbrechen. Hätten wir zum Beispiel ein großes Problem im Stromnetz oder in der Internetverbindung, dann würde man Bargeld haben wollen. Man hat es dabei – es ist ein Inhaberinstrument –, kann in das Geschäft gehen und bezahlen. Es ist jetzt die Frage, wo der Vertrauensanker gefühlt bei den Menschen ist. Ob es im Geldsystem ist, wofür man das Geldsystem zumindest in Grundzügen verstanden haben muss, oder einfach in der Möglichkeit, dass man meine Sachen kaufen kann, die man morgen braucht.

**Friedrich:** Der digitale Euro soll eine Ergänzung zum Bargeld sein, also eine Option für die Menschen und keine Pflichtveranstaltung. Bei Unternehmen und Banken sieht es anders aus. Aber zumindest für die Bürgerinnen und Bürger ist es eine zusätzliche Option bei Bezahlen im Alltag. Gibt es Vorteile, die du aus der Perspektive der Bevölkerung siehst?

**Claus George:** Der digitale Euro wird den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels erhalten. Das heißt, der Händler muss es annehmen. Gerade bei uns in Deutschland kann sich ein Händler bislang das abbedingen, beispielsweise an der Tankstelle: ein kleiner Zettel an der Zapfsäule mit der Aufschrift „Hier keine 200-Euro-Scheine“ genügt. Das wird in Zukunft nicht mehr gehen, zumindest ist es so gedacht. Das heißt, es gibt einen unabdingbaren Annahmezwang. Jeder Händler in der Eurozone ist verpflichtet, den digitalen Euro anzunehmen, und daraus ergibt sich der große Vorteil für die Konsumenten: Man kann mit einer Geldsorte aus dem Haus gehen und überall bezahlen. Es ist aber die Frage, wie man

das gestaltet. Mit Bargeld kann man anonym bezahlen. Ob das in Zukunft mit der digitalen Variante möglich sein wird, hängt von Entscheidungen ab, die noch nicht ganz getroffen worden sind. Technisch kann man das machen. Es ist einfach die Frage, ob da ein politischer Wille ist, es zu tun oder nicht.

**Friedrich:** Wann ist es denn so weit?

**Claus George:** Aktuell stehen wir bei 2028. ursprünglich war 2027 angepeilt. Aber sind wir mal fair, es ist ein Riesensprojekt, das seit fünf Jahren läuft, also auch schon, bevor es einen offiziellen Projektstatus erhalten hat. Das ist eine völlig normale Verzögerung, und ich bin mir ganz sicher, dass der digitale Euro eingeführt werden wird. Denn es haben sich doch hochrangige Personen sehr exponiert, dass das wichtig ist und es kommen soll, also insbesondere Frau Lagarde. Und ich denke, es wäre auch falsch, es nicht zu tun. Sicherlich kann man darüber streiten, was das optimale Vorgehen ist, aber ganz sicher ist: Nichts tun ist eine schlechte Idee.

**Friedrich:** Jetzt ist der digitale Euro ein Konkurrenzprodukt zu der Geldform der Geschäftsbanken, also dem, was die Bürgerinnen und Bürger als Einlagen auf dem Konto haben. Damit geht die Frage einher, wie groß die Belastung für die Geschäftsbanken wird, auch hinsichtlich der Refinanzierung. Die andere Frage ist, was man denn sonst von Geschäftsbankenseite unternimmt, um das eigene Produkt besser zu machen. Wenn die Zentralbank mit ihrem Ankerprodukt besser wird, hast du gesagt, dann müssen wir mit unserem Ankerprodukt, und das – würde ich sagen – sind die Einlagen, auch besser werden. Was wird da getan?

**Claus George:** Wir machen das Gleiche wie alle anderen Marktteilnehmer auch. Wir modernisieren und versuchen, neue Technologien zu nutzen, von denen wir glauben, dass sie unsere Produkte verbessern. Im Moment gibt es zwei große Stoßrichtungen, die ich sehe. Das ist einmal auf der Privatkundenseite Wero (europäischer Zahlungsdienst der European Payments Initiative (EPI); Nachfolger von GiroPay). Damit versucht man, ein pan-europäisches Zahlungsverkehrssystem zu schaffen, das wirklich weit genutzt wird.

**Friedrich:** Eine europäische Konkurrenz zu Visa und Mastercard, korrekt?

**Claus George:** Genau, und insbesondere auch zu PayPal, weil wir in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Staaten eine sehr hohe Durchdringung hinsichtlich PayPal haben. Deshalb versucht man, ein privatwirtschaftliches Zahlungsverkehrsnetzwerk zu schaffen, das ähnlich komfortabel ist und das originäre Geschäftsbankengeld benutzt. Auf der Seite der Firmenkunden versuchen wir die neue Technologie, von der Stablecoins zum Beispiel oder Kryptos profitieren, also die DLT, auch zu nutzen. Das heißt, wir versuchen, unser Geschäftsbankengeld auf Blockchains zu bringen, sodass man es direkt in den Geschäftsprozessen benutzen kann.

**Friedrich:** Und was ist dabei genau der Vorteil?

**Claus George:** Damit kann man höhere Automatisierung erreichen. Man muss keine Umwege mehr gehen, kann Prozesse vereinfachen und Kosten einsparen. Das ist eine ganz normale Optimierung. Wenn man Prozesse auf einer DLT modelliert, dann ist es schnell und komfortabel, mit genau den gleichen Methoden auch das Geld „angreifen“ zu können. Und es ist quasi ununterscheidbar von der Leistung. Ein Beispiel: Wir haben einen Token, der das Recht repräsentiert, eine Maschine zu benutzen, eine Stunde. Und wir haben einen Token, der repräsentiert Einlagen bei einer Geschäftsbank, sprich Girogeld, so wie wir es heute kennen. Man kann das einfach in einem Smart Contract tauschen, das heißt in einem Vertrag, der von einem Computer automatisch abgearbeitet wird. Da muss sich niemand mehr drum kümmern. Das ist optimal. Auch nachgelagerte Prozesse wie Rechnungsstellungen oder die Zuordnung von Zahlungseingängen vereinfachen sich dadurch erheblich.

**Friedrich:** Wie weit ist denn das Projekt, was die Tokenisierung von Girogeld angeht?

**Claus George:** Mit dem Giro-Geld-Token, dem CBMT (Commercial Bank Money Token), haben wir einen Proof of Concept gemacht, der funktional funktioniert. Er kann alles, was man von Geld will. Das haben uns die Kunden gesagt, das sagen nicht nur wir. Der Bericht wurde vom BDI, der quasi die gesamte Industrie in Deutschland repräsentiert, veröffentlicht. Jetzt sprechen wir noch mit der Aufsicht und ich rechne damit, dass wir Ende des Jahres eine gesicherte Meinung haben. Und dann werden wir schauen, ob wir es in den Markt kriegen.

**Friedrich:**

Das wäre dann 2026 oder sagen wir 2027, auf jeden Fall vor der EZB 2029.

**Claus George:**

Geplant war, schon fertig zu sein. Aber ich habe auch schon vor drei Jahren gesagt, ich möchte eigentlich nur vor der EZB da sein. Und ich glaube, das bekommen wir hin.

**Friedrich:**

Dann bleibt mir noch, mich recht herzlich zu bedanken bei dir, Klaus, für deine Beiträge.

**Claus George:** Vielen Dank.



### **Digitaler Euro der EZB „Bargeld“ für das digitale Zeitalter**

Sören Hettler, Analyst

**Die Art und Weise, wie Menschen bezahlen, ändert sich seit einigen Jahren grundlegend. Das von den Zentralbanken ausgegebene Bargeld verliert an Bedeutung, digitale Zahlungen nehmen zu. Gleichzeitig dominieren außereuropäische Anbieter den digitalen Zahlungsverkehr. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Zentralbank Anfang des Jahrzehnts das Projekt eines digitalen Euro ins Leben gerufen.**

Mit dem digitalen Euro möchte die Europäische Zentralbank (EZB) den Herausforderungen der heutigen Zeit begegnen. Ein neues Zahlungsmittel soll es sein, das eine sichere, moderne und europäisch kontrollierte Ergänzung zum bestehenden Geldsystem darstellt. Bargeld wird also keineswegs abgeschafft. Vielmehr kommt eine weitere Geldform – ausgegeben in digitaler Form von der Zentralbank – zu den Scheinen und Münzen sowie dem Giralgeld der (privaten) Geschäftsbanken hinzu, mit der die Bürgerinnen und Bürger im Alltag optional bezahlen können.

#### **Digitaler Euro soll Vertrauensanker bewahren und Souveränität stärken ...**

Kern der Motivation für die Zentralbanker ist indes nicht, den Menschen im Euroraum lediglich eine größere Auswahl zu bieten. Aus der Perspektive der EZB-Vertreter ist es vielmehr die rückläufige Bedeutung des Bargelds als Zahlungsmittel, das Sorgenfalten verursacht. Die Notenbanker sehen die Gefahr, dass mit der mangelnden alltäglichen Präsenz von Scheinen und Münzen das Vertrauen in den Euro als Währung und damit das Finanzsystem insgesamt langfristig ins Wanken geraten könnte. Schließlich verbinden viele Menschen mit Bargeld weiterhin ein Gefühl der Sicherheit. In den Augen der EZB ist der digitale Euro folglich eine Art Bargeld der Zukunft.

Darüber hinaus haben die Notenbanker die enorme Bedeutung nicht-europäischer Zahlungsdienstleister und die daraus entstehende Abhängigkeit (insbesondere von US-amerikanischen Kreditkartenunternehmen) als Problem für den in wirtschaftlicher Hinsicht essenziellen Zahlungsverkehr im Euroraum identifiziert. Aufgrund der (geo-)politischen Spannungen und der zu beobachtenden Blockbildung in den vergangenen Jahren dürfte dieser Anspruch sogar noch an Bedeutung gewonnen haben. Mit dem digitalen Euro unternimmt die EZB den Versuch, die Unabhängigkeit von ausländischen

Anbietern, mit anderen Worten die Souveränität des Euroraums im digitalen Zeitalter sicherzustellen. Dies gilt auch gegenüber digitalen Währungen anderer Zentralbanken, etwa dem digitalen Yuan aus China.

### **... und für Bürgerinnen und Bürger eine Option mit Mehrwert darstellen**

Auch den Verantwortlichen in der EZB dürfte bewusst sein, dass der Erfolg ihres Projekts davon abhängt, dass die Nutzerinnen und Nutzer die neue Geldform anwenden. Dass Zentralbankgeld ausfallsicher ist, interessiert die meisten Menschen im Normalfall wenig, und dass der Datenschutz großgeschrieben wird, darf von einer Zentralbank erwartet werden. Zwei Voraussetzungen sind aus Sicht der Bevölkerung hingegen essenziell. Zum einen muss die Geldform komfortabel, einfach und flexibel einsetzbar sein, und das sowohl für alltägliche Einkäufe direkt vor Ort als auch für Online-Zahlungen. Dass der Einsatz kostenlos sein wird, dürfte außerdem kein Nachteil sein. Zum anderen gilt es aus Sicht der EZB, den Mehrwert eines digitalen Euros ins Schaufenster zu stellen. Dieser ergibt sich insbesondere aus dem Status der neuen Geldform als gesetzliches Zahlungsmittel. Mit sehr wenigen Ausnahmen müssen alle Unternehmen sowie Anbieter von Gütern und Dienstleistungen den digitalen Euro akzeptieren, überall im Euroraum, online und vor Ort an der Kasse. Ein derart breites Akzeptanznetzwerk gibt es derzeit nicht – weder für das Bargeld noch beim Bezahlen mit Giro- oder Kreditkarte.

### **Berechtigte Kritik, unter anderem vonseiten der Geschäftsbanken, ...**

Komfortabel und überall im Euroraum jederzeit einsetzbar – angesichts dieser Vorgaben ist damit zu rechnen, dass der digitale Euro nach seiner Einführung als zusätzliche Bezahloption Einzug in den Alltag vieler Bürgerinnen und Bürger finden wird. Dies wiederum kann tiefgreifende Veränderungen im bestehenden Finanzsystem mit sich bringen. Schließlich tritt der digitale Euro in direkte Konkurrenz zum digitalen Girogeld der Geschäftsbanken. Wenn Bürgerinnen und Bürger dauerhaft größere Beträge bei der Zentralbank halten, verlieren Geschäftsbanken einen Teil ihrer Einlagenbasis. Das schwächt ihre Fähigkeit zur Kreditvergabe und kann die Stabilität gerade einlagenstarker Institute untergraben. Zudem besteht die Gefahr, dass Finanzkrisen häufiger und intensiver auftreten, wenn Einlagen schnell und unkompliziert vom Einlagenkonto bei der Geschäftsbank auf das risikolose Zentralbankkonto verschoben werden können.

Ebenfalls nicht zu vernachlässigen ist die Machtverschiebung, die der Eingriff in bestehende Marktstrukturen nach sich zieht. So entsteht eine neue Form staatlicher Infrastruktur, deren Kontrolle und Weiterentwicklung demokratisch nur begrenzt legitimiert ist. Dass die EZB bereits in den vergangenen Jahren ihren Einflussbereich nach vorherrschender Meinung tendenziell ausgeweitet hat, beispielsweise mit diversen Rettungsprogrammen für klamme Staaten sowie die Förderung eines grüneren Finanzsystems, macht die Ausgangslage nicht unbedingt einfacher.

### **... macht Gestaltung mit Augenmaß notwendig**

Um den Vorwürfen der Machtkonzentration und vonseiten der Geschäftsbanken zu begegnen, denkt die EZB laut darüber nach, ein Haltelimit, also eine Obergrenze für Guthaben auf dem Digitalen-Euro-Konto, einzuführen. Diese Maßnahme soll verhindern, dass größere Beträge bei der Zentralbank gehalten werden und dadurch zu viele Einlagen aus dem Geschäftsbankensektor abfließen. Aktuell wird ein Haltelimit von 3.000 Euro pro Nutzerkonto diskutiert. Aus Sicht der EZB soll dieser Betrag ausreichend hoch sein, um alltägliche Zahlungen komfortabel abzudecken, aber niedrig genug, um den digitalen Euro nicht als Sparinstrument attraktiv zu machen und damit die Finanzstabilität zu wahren.

Gerade die Höhe dieser Obergrenze ist indes umstritten. Nicht nur wäre der Einlagenabfluss bei den privaten Banken immer noch erheblich. Darüber hinaus fehlt es dem Wert an einer sinnvollen bzw. nachvollziehbaren Herleitung. Schließlich dürften die wenigsten Menschen mit 3.000 Euro unterwegs sein, um alltägliche Einkäufe zu erledigen. Geschäftsbanken in Deutschland setzen sich daher für ein Haltelimit im Bereich von 500 Euro ein. Diese Höhe würde dem Anspruch der EZB, ein digitales Äquivalent zum Bargeld zu schaffen, entsprechen, spiegelt es doch die vorherrschenden Realitäten in der Bargeldnutzung der meisten Bürgerinnen und Bürger zumindest angemessener wider.

### **2028 oder 2029 könnte der digitale Euro an den Start gehen**

Der digitale Euro wird kommen – wenngleich einige Punkte weiterhin unklar sind, gibt es daran keinen Zweifel, haben sich doch zu viele Verantwortliche zu weit aus dem Fenster gelehnt. Im Jahr 2028 oder spätestens 2029 dürfte es so weit sein. Die aktuell laufende Vorbereitungsphase dient dazu, technische Grundlagen zu schaffen, rechtliche Fragen zu klären und mögliche Risiken frühzeitig abzufedern. Gleichzeitig ist offensichtlich, dass es sich um ein tiefgreifendes Projekt handelt, das nicht nur technische, sondern auch wirtschaftliche und gesellschaftliche Folgen haben wird. Der digitale Euro betrifft nicht nur Banken und Politik – er dürfte künftig fester Bestandteil des gesellschaftlichen Alltags im Euroraum werden, vom Lebensmitteleinkauf vor Ort über das Online-Shopping sogar möglicherweise bis hin zur Steuerzahlung.

---

Vertrauen und Transparenz sind entscheidend für die Akzeptanz. Während die EZB demnach weiter daran arbeiten sollte, die Bevölkerung über den digitalen Euro aufzuklären und teils kursierenden abstrusen (Verschwörungs-)Theorien zu begegnen, sind Bürgerinnen und Bürger angehalten, sich frühzeitig zu informieren. Dies ermöglicht es ihnen, sich ein eigenes Bild zu machen – jenseits von Spekulation oder Schlagzeilen. Der digitale Euro ist für die Menschen im Euroraum kein Grund zur Sorge, sondern eine zusätzliche Option und ein Anlass, sich mit der Zukunft des Geldes auseinanderzusetzen.



### Diogenes über letzte Gewissheiten

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

**Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.**

Zurzeit ist viel die Rede von Unsicherheit, Zeitenwende und Verlust alter Gewissheiten. Es ist zwar Aufgabe des Philosophen, alles in Frage zu stellen, aber Diogenes ist ja auch nur ein Mensch, und wenn die Dinge sich überstürzen, gerät auch er ins Rotieren. Ist Müsli zum Frühstück wirklich gesund? Sind die USA noch unsere Verbündeten? Ist eine Wärmepumpe auch dann noch umweltfreundlicher als eine Gasheizung, wenn der Strom dafür in Gaskraftwerken erzeugt wird? Wird es noch mehr Luftraumsperrungen über Krisengebieten geben, sodass ich nächste Woche nicht nach Südostasien in Urlaub fliegen kann?

Diogenes muss hier etwas gestehen: Eigentlich wäre er immer viel lieber Naturwissenschaftler oder Techniker gewesen als Philosoph und Schreiberling. Naturgesetze sind doch viel handfester als sprachliche Glasperlenspiele, und sie ändern sich nicht dauernd. Der Apfel fällt vom Baum, egal was sonst in der Welt passiert. Und zwar mit einer Beschleunigung von  $9,81 \text{ m/s}^2$ .

Das m in der Formel steht für Meter. Ein Meter ist der vierzigmillionste Teil des Erdumfangs – naja, so ungefähr, aber zur Sicherheit haben wir ja das Urmeter in Paris. Ach so, seit 1983 ist ein Meter etwas anderes, nämlich die Strecke, die das Licht im Vakuum während  $1/299792458$  Sekunden zurücklegt. Aber für alle praktischen Zwecke läuft das ja wohl auf das Gleiche hinaus.

Das s in der Formel steht für Sekunde. Das ist der sechzigste Teil einer Minute, die ist der sechzigste Teil einer Stunde, und die ist der vierundzwanzigste Teil eines Tages. Naja, so ungefähr. Wer's genau wissen will, muss irgendetwas mit

einer Mikrowelle (nicht die in der Küche) und einem Caesium-Atom anstellen, aber für alle praktischen Verwendungen genügt ja wohl das, was die Digitaluhr anzeigt.

Die 2 in der Formel steht für Quadrat. 1 und 1 ist 2. Jedenfalls solange wir uns im dezimalen Zahlensystem bewegen. Im Binärsystem ist  $1+1=10$ , und bei den alten Römern galt  $I+I=II$ . Aber damit kann man leben. Was 1 ist, muss man ja wohl nicht erklären, oder?

So richtig sicher ist offenbar auch in der Naturwissenschaft kaum etwas. Dabei ist nicht die Natur selber das Problem – die geht einfach ihren Gang. Probleme hat der Mensch, der sie verstehen und messen möchte. Dazu braucht er Technik, aber erst einmal Sprache. Er muss ja Begriffe bilden, mit denen man über die Vorgänge reden und sich mit anderen Menschen darüber verständigen kann. Und schon sind wir wieder im Bereich des Geistigen, und dann schnell im Sozialen, Wirtschaftlichen und Politischen.

Das metrische System wurde erstmals 1791 in Frankreich verbindlich eingeführt, und zwar unter der Terrorherrschaft der Jakobiner, die mit Gewalt eine vernünftige Gesellschaftsordnung durchsetzen wollten. Deshalb liegt das Urmeter seitdem in Paris. Anderswo dauerte es länger. Um 1830 gab es allein in Baden 112 verschiedene Längenmaße und 80 verschiedene Gewichtsmaße. Als die Nachteile der deutschen Kleinstaaterei zu offensichtlich wurden, wurde 1833 der Deutsche Zollverein gegründet, der schnell auch die Maße teilweise vereinheitlichte. Im Deutschen Reich ab 1871 wurden metrische Maß- und Gewichtseinheiten verbindlich. Kurz danach vereinbarten 17 Staaten die internationale „Meterkonvention“. Erst seit 1960 gilt das Internationale Einheitensystem SI (Système internationale d'unités), das weltweit anerkannt, aber nicht überall vollständig angewandt wird. In Großbritannien wurde während der Brexit-Debatte die Abschaffung der metrischen Maße gefordert, aber heute existieren Meilen und Kilometer und Stones und Kilogramm dort friedlich nebeneinander. Nur in den USA können die meisten Menschen mit metrischen Maßen wenig anfangen.

Die Vereinheitlichung der Zeitmessung brauchte länger. Eine Uhr ist eben ein wesentlich komplizierteres Werkzeug als ein Messstab. Die meiste Zeit hatten die Kirchen auf diesem Markt das Monopol. Für die Uhrzeit schaute man auf die Kirchturmuhren. Wenn der Küster gewissenhaft war, zeigte die genau dann 12 Uhr, wenn die Sonne am höchsten stand. Eine Vereinheitlichung der Zeit wurde erst unumgänglich, als Eisenbahnen begannen, längere Strecken fahrplangemäß zu verbinden. Die Eisenbahngesellschaften führten jeweils für sich standardisierte Zeiten ein. Wer beispielsweise den Bodensee umrunden wollte, musste seine Uhr fünf Mal umstellen. Erst 1891 einigten sich die deutschen Eisenbahnen auf eine einheitliche Zeit, und auf Drängen der Wirtschaft und des Militärs wurde diese 1893 zur gesetzlichen Zeit im Deutschen Reich. Eine einheitliche Weltzeit mit 24 Zeitzonen war schon auf der internationalen „Meridiankonferenz“ 1884 definiert worden – bis 1972 „Greenwich Mean Time (GMT)“ und heute „Koordinierte Weltzeit (UTC)“.

Die Einigung auf solche Konventionen war mühsam und gelang immer nur unter politischem und ökonomischem Druck. Die „einfachen Leute“ waren oft dagegen, weil sie umdenken mussten. Nutzen daraus zogen eher die „Eliten“.

Da das heute alles selbstverständlich ist, möchte Diogenes einmal daran erinnern, dass unser heutiger Wohlstand ohne diese Regeln nicht denkbar wäre. Das nennt man eine „zivilisatorische Errungenschaft“. Muss man jetzt fürchten, dass da einer daherkommt und erklärt, dass seine nationale Meile statt 1.609,344 Meter ab heute nur noch 1.234,567 Meter entspricht, und nächste Woche dann vielleicht 2.345,678 Meter? Oder noch besser: Grundeinheit für Längenmaße wird die Schuhgröße des Präsidenten. Aber nein, so irre ist doch keiner.

# Hinweise

- 1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.
- 2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.
- 3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

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

# Impressum

## Herausgeber

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

## Vertreten durch den Vorstand

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

## Sitz der Gesellschaft

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

## Aufsicht

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

## Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

## Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten  
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der  
Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

## Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft  
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2025  
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der  
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 6. Juni 2025

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

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

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

- 4.1 **Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**  
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income, in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen, und ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen, sind keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 **Nachhaltigkeitsanalyse**  
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 **Aktienindizes**  
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 **Währungsräume**  
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der

Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind. **„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann. **„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann. **„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann. Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

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

## 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

## 3. Strategie Covered Bonds

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

## 4.6 Derivate

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

## 4.7 Rohstoffe

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

## 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

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

## 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

### 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.
- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich

auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

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

- Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
- Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und 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.
- Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

### Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information von 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.