

FRIEDRICH

Research. Trends. Analysen.

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG für Privatkunden.



Automobilstandort Deutschland

Von der Überholspur auf den Standstreifen

Veröffentlicht am:
5.9.2025 15:20 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](#).

Gern nehmen wir Ihre Kommentare und Anmerkungen entgegen.

Wir freuen uns auf Sie!



Dr. Jan Holthusen

Dr. Michael Holstein

Nicht mehr das Maß aller Dinge ...

EDITORIAL

Liebe Leserin, lieber Leser,

Deutschlands Automobilindustrie – mit Milliardenumsätzen und hoher Beschäftigung über viele Jahrzehnte das Zugpferd der deutschen Wirtschaft – befindet sich in einer schmerzlichen Transformationsphase. Seit mehreren Jahren nun steht die Branche bereits unter Druck und sieht sich mit sinkenden Absätzen, Stellenabbau und teils vorherrschendem technologischen Rückstand konfrontiert.

Als eine der Hauptursachen für den Schrumpfungsprozess gilt die schleppende Transformation hin zur Elektromobilität. Insbesondere was die Entwicklung und den Absatz von E-Autos angeht, hat die Konkurrenz – in erster Linie aus China – den deutschen Automobilherstellern den Rang abgelaufen.

Hinzu kommen die beträchtlichen Produktionskosten, unter anderem eine Folge der hohen Energiepreise, die die Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich beeinträchtigen. Regulatorische Hürden und politische Faktoren wie Zölle und unklare Grenzwertvorgaben tun ihr Übriges, dass die deutschen Automobilhersteller in vielerlei Hinsicht auf der Stelle treten, sind sie doch angesichts ihrer starken Exportabhängigkeit anfällig für internationale Entwicklungen.

Wie es um den Automobilstandort Deutschland aktuell bestellt ist und welche Herausforderungen, sowohl regulatorischer als auch technologischer Art, die Branche zu bewältigen hat, sind die Themen des aktuellen Friedrich. Dass sich hinsichtlich der Entwicklungen der Blick dabei nicht auf Deutschland eingrenzen lässt, sondern in einen größeren Zusammenhang zu stellen ist, erörtern unsere Automobil-Analysten – aus dem DZ BANK Aktien- und Credit-Research – im Experten-Interview.

Ob es den deutschen Autobauern gelingen kann, ihre einstige Pionierrolle in puncto hochwertiger Ingenieurskunst, technologischer Innovation und zuverlässiger Qualität zurückzuerlangen, bleibt abzuwarten. Eines lässt sich aber mit Sicherheit sagen: Es wird ein langer und anstrengender Weg, auch wenn das Made-in-Germany-Siegel auch heute noch für gewisse Bewunderung sorgt.

Viel Spaß bei der Lektüre!
Ihr DZ BANK Research-Team

Inhalt

AUSGABE #3/2025



KAPITEL 1

Automobilstandort Deutschland:

Ein wankender Riese?

Seite 6

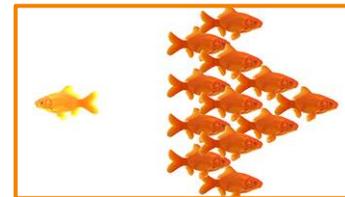


KAPITEL 2

Mittelfristig steigende Kurse

Gute Aussichten für Aktien und Gold

Seite 10



KAPITEL 3

Abnehmende Bedeutung der Autoindustrie für den DAX

Anteil des Sektors am Leitindex mittlerweile
deutlich unter 10%

Seite 13



KAPITEL 4

Autozölle: Gekommen, um zu bleiben

Zollthemen könnten zu Produktionsverlagerungen führen

Seite 16



KAPITEL 5

Mischpult

Musterportfolio

Seite 19

**Automobilstandort
Deutschland:
eine Vielzahl von
Herausforderungen**

KAPITEL 6

Experten-Interview

Mit Michael Punzet und Markus Roß,
DZ BANK Analysten

Seite 23



KAPITEL 7

E-Trend weltweit

Das Tempo variiert

Seite 26



KAPITEL 8

Klimabilanz von E-Fahrzeugen

Wie schwer wiegt der Rucksack?

Seite 29



KAPITEL 9

Batterietechnik – Die Chemie muss stimmen

Wann kommt die Superbatterie?

Seite 32



KAPITEL 10

Abschwächung der CO₂-Vorgaben in der Diskussion

Transformation der Mobilität verläuft
schleppender als erwartet

Seite 35



KAPITEL 11

China im Elektrorausch

E-Hochlauf und staatliche Einflussnahme

Seite 38



KAPITEL 10

Glosse

Diogenes ist Technik-Optimist

Seite 41

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 43



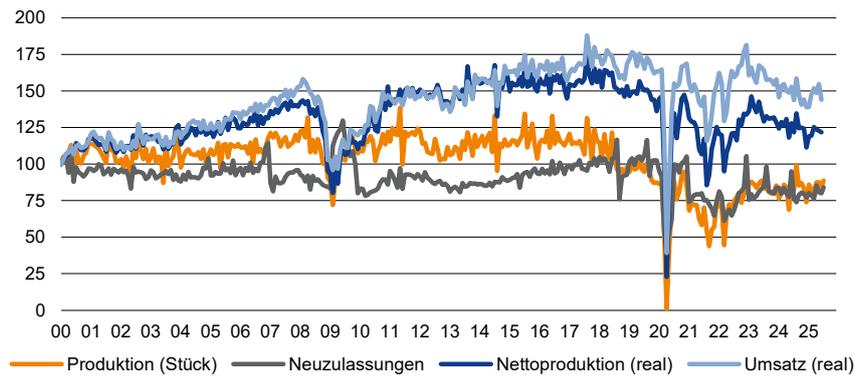
Automobilstandort Deutschland: Ein wankender Riese?

Dr. Claus Niegisch & Dr. Christoph Swonke, Economists

US-Zölle auf Autos und Autoteile sind zwar eine beträchtliche Belastung, aber nur eines der Probleme, mit denen sich die deutsche Autoindustrie konfrontiert sieht. Dazu kommen Herausforderungen bei Elektromobilität, Fahrzeug-Vernetzung und autonomem Fahren sowie Schwächen bei der Wettbewerbsfähigkeit der gesamten deutschen Industrie. Die Branche steckt mitten in einem Strukturwandel.

Langfristig betrachtet liegen sowohl die Herstellung deutscher Autos als auch die Neuzulassungen in Deutschland bereits seit einigen Jahren weit unter ihren Niveaus von 2017 bis 2019. Neuzulassungen und produzierte Stückzahlen stagnierten damals bereits tendenziell, wenn auch auf einem recht hohen Niveau. Wachstum erzielte die Branche in der Vergangenheit vor allem durch immer höherwertige und besser ausgestattete Modelle, die dementsprechend auch zu höheren Preisen verkauft werden konnten, anstatt über höhere Stückzahlen. Ein Beispiel hierfür ist der immer noch anhaltende Trend hin zu SUVs. So ist es kaum verwunderlich, dass die in Deutschland produzierten Stückzahlen genauso wie die Neuzulassungen aktuell sogar deutlich hinter ihren Niveaus aus dem Jahr 2000 zurückbleiben. Langfristig besser abgeschnitten haben die Nettoproduktion, die die preisbereinigte Wertsteigerung der hergestellten Autos berücksichtigt, sowie der preisbereinigte Umsatz.

Umsatz und Nettoproduktion liefern langfristig besser als Neuzulassungen und Stück-Produktion
 1/2000=100



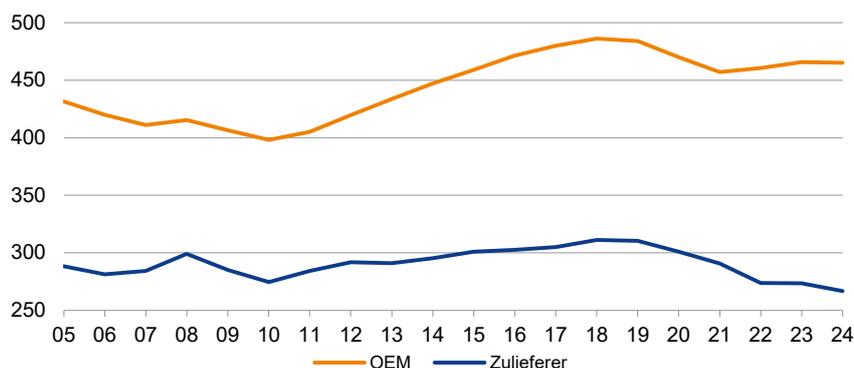
Quellen: Destatis, DZ BANK

Vor allem in den vergangenen fünf Jahren ließ die Entwicklung der Automobilbranche zu wünschen übrig. Zwar konnte sie sich nach dem Produktions- und Nachfrage-Einbruch in der Pandemie und den anschließenden Lieferkettenproblemen vorübergehend noch einmal spürbar erholen. Dabei zehrte sie aber von einem während der Lieferkettenkrise beträchtlich aufgelaufenen Auftragsbestand, der längst wieder aufgebraucht ist. Zudem leidet die Nachfrage gewerblicher und privater Kunden weiterhin unter der Unsicherheit, wie schnell sich die Elektromobilität durchsetzen wird, sowie den für die E-Modelle zu zahlenden Aufpreisen. In diesem Zusammenhang alles andere als hilfreich war die per Ende 2023 (schlagartig) beendete staatliche Förderung für privat genutzte elektrisch betriebene PKWs, der sogenannte Umweltbonus.

Die bis zum Jahr 2023 noch weitgehend positive nominale Umsatzentwicklung der hiesigen Autobranche hat die Probleme noch etwas verdecken können. Aber schon 2024 reichten selbst die Preiserhöhungen nicht mehr aus, um die Umsätze weiter wachsen zu lassen. Das ist ein schlechtes Signal für die deutsche Wirtschaft. Schließlich waren die umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen der Branche im Jahr 2023 für 21,6% der gesamten Umsätze des verarbeitenden Gewerbes verantwortlich. Dabei erzielten die OEMs (Original Equipment Manufacturer – Erstausrüster beziehungsweise die Automobilkonzerne) knapp 16% und die Zulieferer gut 5%.

Die Branche sieht sich nicht nur angesichts der jüngsten Entwicklungen zunehmend zu Sparmaßnahmen gezwungen. Dabei sinken die Beschäftigungszahlen in der deutschen Automobilindustrie im Trend bereits seit dem Jahr 2019. Die Zulieferindustrie hat seither sogar schon gut 14% ihres Personalbestandes abgebaut. 2024 waren dennoch immer noch rund 773.000 Arbeitnehmer in der gesamten Autoindustrie beschäftigt. Damit ist die Automobilbranche nach wie vor eine vergleichsweise produktive Industriebranche, deren Unternehmen immerhin fast 22% der gesamten deutschen Industrie-Umsätze mit weniger als 13% der Beschäftigten erzielen.

Vor allem Zulieferer bauten schon in den vergangenen fünf Jahren Arbeitsplätze ab
 In 1.000 Arbeitnehmer



Quellen: Destatis, DZ BANK

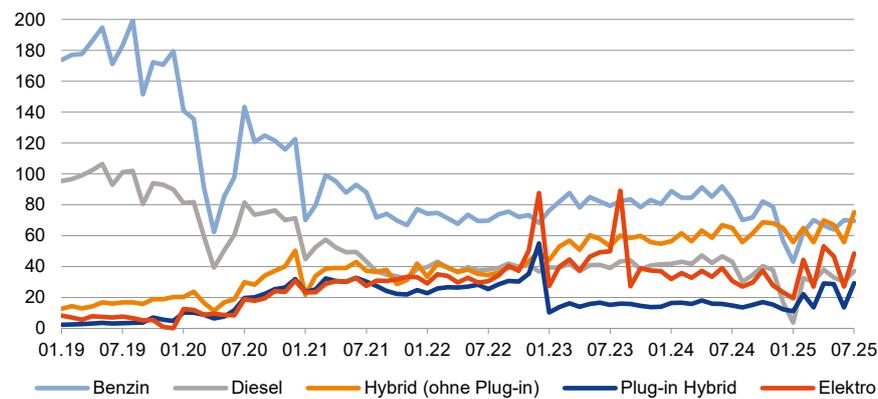
Der lange Weg zur Elektromobilität

Bis zum Ende des Jahres 2023 war die Elektromobilität in Deutschland noch auf dem richtigen Weg. Das abrupte Ende der Förderung für Privatleute sorgte im Dezember 2023 noch einmal für ein Hoch bei den Neuzulassungen für Elektrofahrzeuge und Plug-in-Hybride. Seither halten sich die Neuzulassungszahlen bei diesel- und benzinbetriebenen PKWs aber weitgehend stabil, wobei die Benziner seit dem Dieselskandal jedoch deutlich stärker gefragt bleiben als die Dieselmotore.

Unter deutlichen Schwankungen weitgehend stabil blieb immerhin auch die Nachfrage nach rein elektrisch betriebenen Autos. Allerdings gingen in den vergangenen zwei Jahren keine Wachstumsimpulse von den E-Autos aus. Für Plug-in-Hybride liegen die Neuzulassungen seit 2023 sogar zumeist unter dem Niveau der Vorjahre.

Neben den recht stabilen Verbrenner-Verkäufen lässt sich die Verunsicherung der Autokäufer über den Pfad in die Elektromobilität auch an den Neuzulassungen der Mild-Hybriden ablesen. Diese haben mittlerweile das Niveau der Benziner erreicht. Mild-Hybride sind Fahrzeuge mit herkömmlichem Verbrennungsmotor, ergänzt um einen kleinen Elektromotor, der beim Anfahren helfen soll, ein wenig Sprit zu sparen. Dies mag den Verbrauch zwar etwas senken, CO₂-freies Fahren ist so aber nicht möglich.

Neuzulassungen von Mild-Hybriden übertrafen zuletzt alle anderen Antriebe
In 1.000 Fahrzeugen



Quellen: KBA, DZ BANK

Aktuell keine Rolle bei den Neuzulassungen in Deutschland spielen dagegen andere Antriebsarten wie etwa wasserstoffbetriebene Fahrzeuge, bei denen der Wasserstoff entweder zum Betrieb einer Brennstoffzelle dient oder direkt im Motor verbrannt wird. Da hier analog zu den Ladesäulen bei den Elektroautos eine neue Infrastruktur an Wasserstofftankstellen aufgebaut werden müsste, sind diese Fahrzeuge auch allenfalls für Flottenbetreiber, Busse, LKWs oder auf der Schiene eine Alternative.

Zölle bedrohen den Erfolg auf dem wichtigen US-Markt

Die Vereinigten Staaten waren im Jahr 2024 das wichtigste Bestimmungsland für deutsche Exporte: Güter im Wert von mehr als 160 Mrd. Euro wurden aus Deutschland in die USA geliefert – das waren 10,4% aller deutschen Ausfuhren. Und die deutsche Autoindustrie hatte einen beträchtlichen Anteil daran. Sie exportierte im vergangenen Jahr Autos und Autoteile im Wert von fast 35 Mrd. Euro in die USA.

Damit hatte die Branche einen Anteil von deutlich über einem Fünftel an den gesamten deutschen Exporten. Hätten die Zölle in Höhe von 25% schon im vergangenen Jahr gegolten, wäre es zu einer Verteuerung der eingeführten Autos und Autoteile von rund 8,7 Mrd. Euro gekommen. Selbst bei einem möglichen US-Nachfrageeinbruch um 25% bis 30% wären es bei Ausfuhren in Höhe von 24 Mrd. bis 26 Mrd. Euro immer noch Zölle zwischen 6 Mrd. und 6,5 Mrd. Euro pro Jahr. Bei einem geringeren Zoll in Höhe von 15%, wie er zwischen der EU-Kommission und dem US-Präsidenten nun ausgehandelt wurde, dürfte der Nachfrageeinbruch zwar nicht ausbleiben, aber spürbar geringer ausfallen. Doch selbst bei einem Nachfragerückgang von „nur“ 15% würden die Autoexporte in die USA verglichen mit dem Jahr 2024 immer noch um rund 5 Mrd. Euro abnehmen. Das wären aber auf das Jahr hochgerechnete Zahlen; die tatsächlichen Auswirkungen im Jahr 2025 werden dementsprechend geringer ausfallen.

Exporte in die Vereinigten Staaten machen für die deutschen Autohersteller und Zulieferer mehr als 13% ihrer gesamten Ausfuhren aus. Zum Vergleich: Der Anteil der Branchen-Ausfuhren nach China und nach Großbritannien liegt bei jeweils knapp 8%, bei Frankreich sind es gut 6%. Damit exportieren die Automobilunternehmen noch stärker in die USA als die deutsche Wirtschaft insgesamt. Dabei erzielt die deutsche Automobilindustrie knapp 70% ihrer gesamten Umsätze im Ausland. Somit liegt die Auslandsumsatzquote der Branche weit über dem deutschen Durchschnitt von leicht über 50%.

Diese Berechnungen betreffen lediglich die direkten Exporte aus Deutschland in die USA, die in der deutschen Statistik und damit letztendlich auch in der Berechnung des deutschen Bruttoinlandsprodukts Berücksichtigung finden. Da die deutschen Autokonzerne jedoch global aufgestellt sind, müssen sie zusätzliche Zölle auch auf Fertigungsstätten außerhalb Deutschlands verkraften, wenn sich diese nicht in den Vereinigten Staaten befinden. Ihre Abhängigkeit vom US-Markt ist damit also nochmals deutlich höher, als es die ohnehin schon hohen Zahlen weiter oben bereits andeuten.

Nach Angaben des Verbands der Automobilindustrie VDA haben deutsche Unternehmen im vergangenen Jahr in den USA über 844.000 Fahrzeuge produziert, von denen rund die Hälfte exportiert wurden. Verkauft wurden in den Vereinigten Staaten laut VDA rund 1,4 Millionen PKWs deutscher Hersteller. Insgesamt, also von allen Herstellern, waren es in den USA knapp 16 Millionen „light vehicles“. Deutsche Hersteller hatten demnach einen Marktanteil von unter 9%. Produziert wurden in den USA 2024 nach Angaben der European Automobile Manufacturers' Association ACEA rund 11,4 Millionen Autos. Hier liegt der Anteil deutscher Hersteller mit rund 7,5% nur etwas darunter.

In den US-Werken der deutschen OEMs sind 48.000 Beschäftigte angestellt; bei den Zulieferern sind es weitere 90.000. Die deutsche Automobilindustrie ist also bereits in beträchtlichem Ausmaß in den Vereinigten Staaten präsent. Hier nur auf die Außenhandelsstatistik zu blicken, greift deutlich zu kurz.

Zahlreiche große Aufgaben

Um den wichtigen US-Absatzmarkt nicht zu gefährden, werden die Unternehmen versuchen, ihre Kapazitäten dort weiter auszubauen und dann vor Ort mehr Fahrzeuge für den US-Absatz produzieren. Allerdings ist eine solche Anpassung nicht kurzfristig zu vollziehen. Zudem dürften verstärkte Investitionen in den USA zumindest zum Teil zulasten der Investitionen in Deutschland gehen.

Da „Made in Germany“ bei Autos immer noch als Qualitätssiegel gilt, wird vorerst aber weiterhin ein beträchtlicher Teil der Fahrzeugproduktion und der Entwicklung in Deutschland erfolgen. Insbesondere bei den Modellen der oberen Klassen, bei denen eine höhere Wertschöpfung und höhere Margen erzielt werden können, sollte dies der Fall sein. Allerdings dürfen die Kosten nicht ausarten. Hier ist auch die Politik gefragt, um Deutschlands internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder zu verbessern.

Schwächen bei der heimischen Wettbewerbsfähigkeit sowie die US-Zölle sind aber nur zwei Aspekte. Die deutsche Automobilindustrie hat noch weitere große Aufgaben zu bewältigen. Dazu gehören etwa die Elektromobilität, die Vernetzung von Fahrzeugen sowie das autonome Fahren. Während die deutsche Autoindustrie plant, bis zum Jahr 2050 klimaneutral zu sein, bleibt ihr bei den anderen hier angesprochenen Aspekten deutlich weniger Zeit. Sonst werden die Konkurrenten aus Japan, Südkorea und insbesondere China den deutschen Unternehmen Marktanteile abnehmen. Hinzu kommt, dass in puncto Vernetzung und beim autonomen Fahren auch neue Konkurrenz aus den großen Tech-Konzernen heranwachsen könnte.



Mittelfristig steigende Kurse Gute Aussichten für Aktien und Gold

Christoph Müller, Analyst

Nach ihrer starken Aufwärtsbewegung im zweiten Quartal 2025 konsolidieren die globalen Aktienindizes auf hohem Niveau. Aufgrund der schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung dürfte es zunächst holprig für die Indizes werden, ehe die expansivere Wirtschaftspolitik den Ausblick für 2026 verbessert. Gold sollte wegen einer zu erwartenden steigenden US-Inflation sowie anhaltender Zentralbankkäufe zunehmenden Glanz versprühen.

Seit mehreren Wochen bewegt sich der DAX auf hohem Niveau weitgehend seitwärts und der Euro Stoxx 50 pendelt um die Marke von 5.300 Punkten. Gegenüber dem Jahresbeginn 2025 ist aber ein beachtliches Plus von 19% (DAX) und 9% (Euro Stoxx 50) entstanden. Auch die wichtigsten US-Aktienindizes zeigen sich in sehr stabiler Verfassung, nachdem sie zuletzt mehrfach neue Allzeithochs markiert haben.

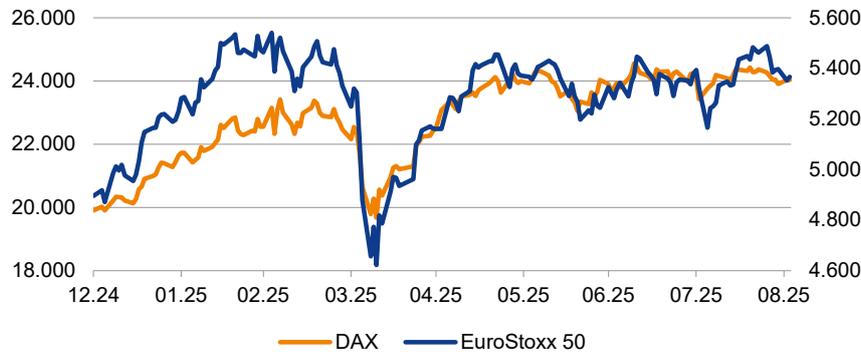
Wachstumsdynamik ist nicht aufrechtzuerhalten

Derzeit zeigen sich die Aktienmärkte in einem Spannungsfeld aus ausgeprägten US-Zinssenkungshoffnungen und Konjunktursorgen. Zwar haben sich sowohl das Bruttoinlandsprodukt in den USA als auch die Wirtschaft in der Eurozone im zweiten Quartal 2025 noch erstaunlich robust gezeigt, der zweite Blick auf die Zahlen verrät aber, dass hierfür vor allem zollbedingte Vorzieheffekte und Sonderfaktoren verantwortlich waren. Im weiteren Jahresverlauf ist von einer wirtschaftlichen Abkühlung auf beiden Seiten des Atlantiks auszugehen. Die verhängten US-Importzölle und die recht hohen US-Zinsen dürften ihre bremsende Wirkung auf die US-Wirtschaft insofern entfalten, als sie den privaten Konsum und damit die Stütze der US-Konjunktur schwächen. Die US-Unternehmen scheuten im zweiten Quartal 2025 insgesamt davor zurück, die höheren Kosten an die US-Verbraucher weiterzugeben. Doch lange dürften sie dies – zulasten ihrer Marge – nicht aufrechterhalten können. Hierzulande wird wohl vor allem die Exportbranche die Wucht der US-Importzölle zu spüren bekommen, auch wenn sich die Planungsunsicherheit mit dem am 7. August vereinbarten USA-EU-Zolldeal etwas verringert hat.

Berichtssaison: Gut, aber Warnsignale

Die Berichtssaison zum zweiten Quartal ist Ende August zu Ende gegangen. Dabei wurden die – zugegebenermaßen im Vorfeld deutlich zurückgeschraubten – Gewinnerwartungen der Analysten überwiegend übertroffen. Beim DAX gilt dies für rund zwei Drittel der Unternehmen. Beim Euro Stoxx waren es etwa 75% und beim S&P 500 sogar über 80%. Insgesamt kam es demnach „besser als befürchtet“.

Aktienmärkte: Konsolidierung auf hohem Niveau – Korrektur droht
 LS: DAX; RS: Euro Stoxx 50; jew. in Punkten



Quellen: FactSet, DZ BANK

Bei genauerem Hinsehen zeigen sich indes insbesondere diesseits des Atlantiks Warnsignale. Nicht nur blieb die Umsatzentwicklung bei den Unternehmen in Euro Stoxx 50 und DAX im zweiten Quartal merklich hinter den marktseitigen Erwartungen zurück. Zugleich fiel die deutsche Chemiebranche, die als Vorlaufindikator nicht nur für die hiesige Industriekonjunktur gilt, durchweg mit Gewinnwarnungen auf.

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

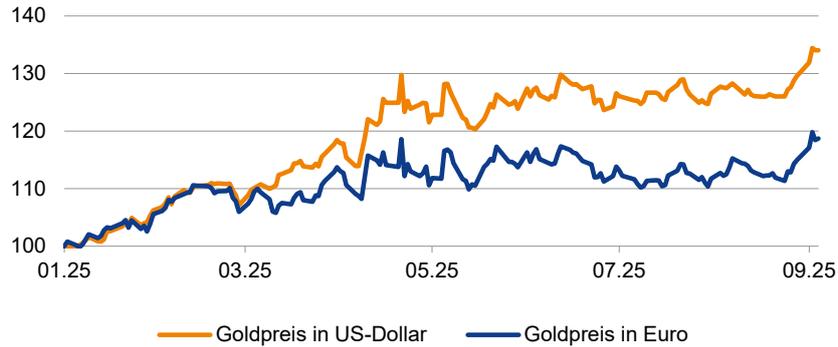
Wachstumsabkühlung trifft auf hohe Bewertung

Zur echten Herausforderung wird diese Gemengelage vor dem Hintergrund der anhaltend ambitionierten Bewertungsniveaus. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 liegen deutlich über den historischen Durchschnitts, und auch andere Kennzahlen sehen die Aktienindizes im „teuren“ Bereich. Nicht nur konnten die Gewinnerwartungen je Aktie aufseiten der Analysten für das laufende Jahr nicht mit der Kursentwicklung Schritt halten. Sie verharren zudem insgesamt auf niedrigem Niveau. Damit sind und bleiben die Aktienmärkte anfällig für Rückschläge, sollte sich das globale Sentiment eintrüben. Im Zuge der von uns prognostizierten Korrektur dürfte der S&P 500 unter die 6.000-Punkte-Marke fallen, der deutsche Leitindex sollte sich im Bereich um 23.000 Zähler wiederfinden. Dass dieser Weg nicht weit ist, haben die vergangenen Wochen immer wieder demonstriert. Der langfristige Aufwärtstrend ist unseres Erachtens hingegen weiterhin intakt. Hierauf deuten insbesondere die marktseitig vorherrschenden Gewinnerwartungen für die Jahre 2026 und 2027 und die hierin unterstellten Steigerungsraten hin.

Gold: Ausbruch aus der etablierten Handelsrange gelungen

Nach mehreren Wochen der Seitwärtsbewegung konnte der Goldpreis zuletzt wieder kräftig anziehen und hat Anfang September mit Notierungen oberhalb von 3.550 US-Dollar je Feinunze ein neues Allzeithoch erreicht. Derzeit wirken sich vor allem die gestiegenen Markterwartungen einer Leitzinssenkung der Fed im September sowie bestehende Unsicherheiten bezüglich der Politik des US-Präsidenten stützend auf das gelbe Edelmetall aus. Letztgenannter möchte die Fed-Gouverneurin Lisa Cook entlassen, was Fragen zur Unabhängigkeit der US-Notenbank aufwirft. Zudem drohte der US-Präsident der EU mit weiteren Zollmaßnahmen, obwohl bereits ein Handelsdeal beschlossen wurde. Grund dafür sind Regulierungsmaßnahmen von Tech-Konzernen, die laut Trump US-Konzerne „diskriminieren“ würden.

Gold sollte seine Aufwärtsbewegung mittelfristig fortsetzen
 LS: Goldpreis in US-Dollar bzw. in Euro – indiziert (01/2025 = 100)



Quellen: FactSet, DZ BANK

Mittel- bis langfristig besteht weiteres Aufwärtspotenzial. Die US-Handelspolitik birgt die Gefahr, noch im laufenden Jahr den Preisdruck deutlich ansteigen zu lassen. Gold gewinnt hierdurch an Attraktivität insbesondere aufseiten privater Anleger, in deren Augen das gelbe Edelmetall weiterhin als Schutz gegen übermäßige Inflation dient. Vor allem sind es aber die Zentralbanken, die am Goldmarkt weiterhin für nachhaltige Impulse sorgen. Sie setzen ihre Goldkäufe in einem im historischen Vergleich hohen Tempo fort. Gerade vor dem Hintergrund einer weiter zunehmenden globalen Blockbildung ist eine Abkehr von diesem Trend nicht in Sicht.

In den nächsten sechs Monaten dürfte insbesondere eine höhere US-Inflation die aktuellen Niveaus um 3.500 US-Dollar stabilisieren. Langfristig sind es die Zentralbanknachfrage sowie die anhaltende geopolitische Gemengelage, die das Preisniveau in den Bereich um 3.700 US-Dollar klettern lassen sollte.

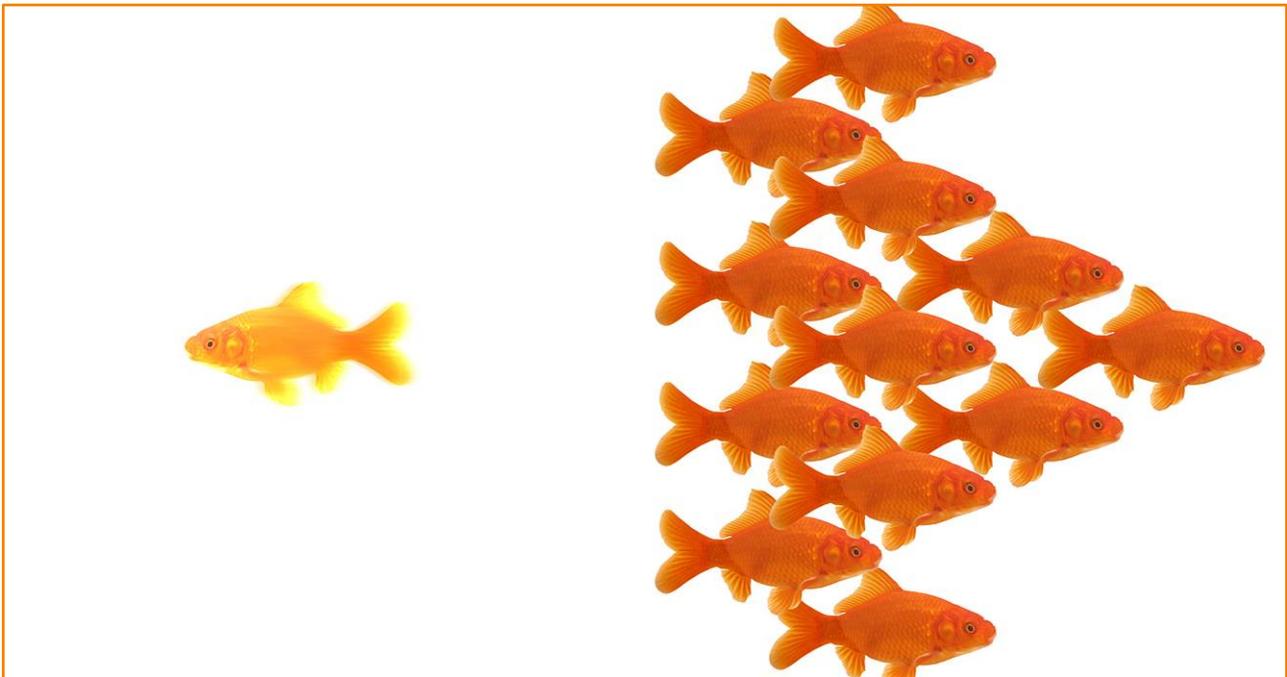
DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	31.12.2025	30.06.2026
Goldpreis in US-Dollar je Feinunze	3.300	3.600
Goldpreis in Euro je Feinunze	2.870	3.040

Quelle: DZ BANK

2026: Gute Perspektiven für Aktien und Gold

Während kurzfristig die Risiken für die Aktienmärkte überwiegen, besteht langfristig Aufwärtspotenzial. Hierauf deuten insbesondere die marktseitig vorherrschenden Gewinnerwartungen für die Jahre 2026 und 2027 hin. Sowohl für DAX und Euro Stoxx 50 als auch den S&P 500 geht der Marktkonsens von Steigerungsraten um 10% und mehr aus. Diese Gewinnentwicklung sollte die Basis für nachhaltige und fundamental untermauerte Kurssteigerungen bilden. Auch für Gold stehen die mittelfristigen Aussichten gut – angesichts der zu erwartenden anhaltend hohen Zentralbankaktivität und der höheren US-Inflation.



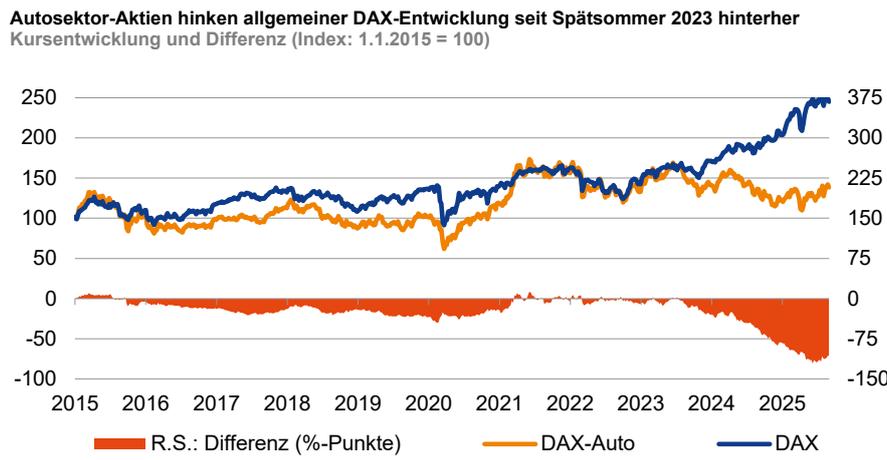
**Abnehmende Bedeutung der Autoindustrie für den DAX
Anteil des Sektors am Leitindex mittlerweile deutlich unter 10%**

Sören Hettler, Analyst

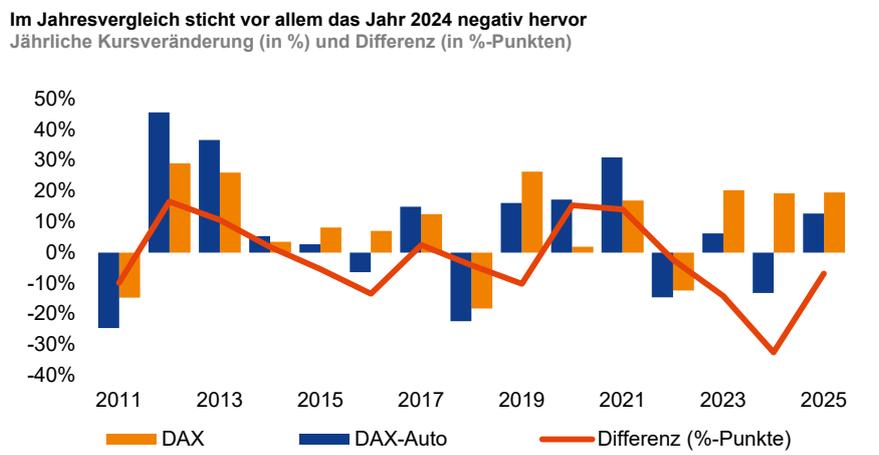
Die Automobilindustrie prägt die deutsche Wirtschaft – im DAX spiegelt sich diese Rolle jedoch immer weniger wider. Sinkende Indexgewichte, schwache Kursentwicklungen und anhaltend niedrige Bewertungen haben die einstige Vorzeigebranche an den Rand gedrängt. Während andere Sektoren die Indextrend treiben, verliert die Autoindustrie zunehmend an Kapitalmarktrelevanz.

Die Automobilbranche und ihre Zulieferer gelten zwar als Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Am Leitindex DAX lässt sich diese Bedeutung aber nicht ablesen. So ist der **Anteil des Autosektors auf Basis der Marktkapitalisierung der Unternehmen mit aktuell gut 7% nicht nur überschaubar. Zugleich ist er in den vergangenen Jahren merklich gesunken**, steuerten die zugehörigen DAX-Vertreter Ende 2023 doch immerhin noch 12% zum Leitindex bei. Allein das Technologieschwergewicht SAP verfügt momentan über einen Anteil von 13% am DAX. Den Löwenanteil im deutschen Leitindex stellen der Industriesektor (28%), darunter Vertreter wie Siemens und Airbus, und der Finanzbereich (22%) mit den großen (Rück-)Versicherern und Banken.

Die **abnehmende Bedeutung des Automobilsektors für den deutschen Leitindex basiert insbesondere auf einer schwachen Entwicklung der Aktienkurse der zugehörigen Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit**. Dies zeigt der direkte Vergleich von DAX (inklusive Automobilsektor) und dem DAXsector All Automobile Index, der neben DAX-Werten auch Konzerne aus MDAX und SDAX enthält. Gemessen an der Performance seit 2015 schnitt der Automobilsektor zwar bis Anfang 2020 klar schlechter ab als sein breiteres Pendant. Dieser Rückstand konnte jedoch bis zum Frühjahr 2021 wettgemacht werden. Im Anschluss an eine Phase mit ähnlicher Performance der beiden Indizes bis Mitte 2023, in der mal der DAX und mal der DAXsector All Automobile die Nase vorn hatte, schlug das Pendel dann eindeutig zugunsten des deutschen Leitindex aus. Während dieser fast 50% zulegen konnte, musste der Automobilsektor seither einen Kursrückgang von rund 15% hinnehmen.



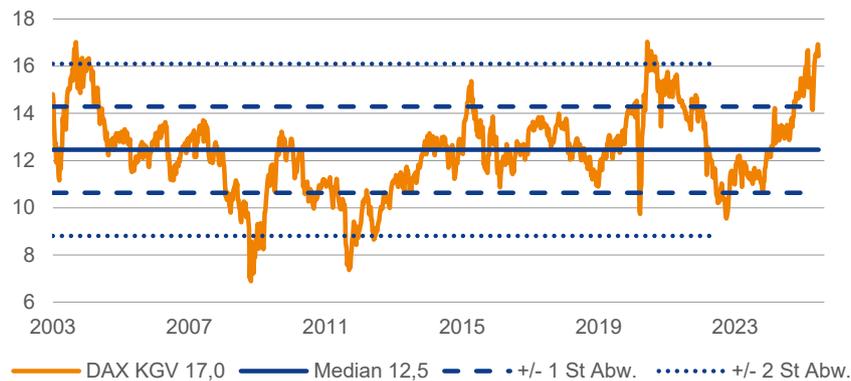
Die **Einschätzung, dass es vor allem die jüngere Vergangenheit war, die den entscheidenden Ausschlag zulasten des Automobilsektors gegeben hat, wird durch den genaueren Blick auf die Entwicklung der einzelnen Jahre untermauert.** Demnach folgten auf starke Jahre 2012 und 2013 sechs Jahre, in denen der Leitindex überwiegend und teils klar die Nase vorn hatte. Zwei erfreuliche Jahre für den Automobilsektor später verlor er dann nach und nach den Anschluss. **Besonders gravierend fiel das Jahr 2024 aus.** Während der deutsche Leitindex 19% zulegen konnte, verzeichnete der DAXsector All Automobile einen Verlust von 13% – eine Differenz von immerhin minus 32 Prozentpunkten aus Sicht der Automobilbranche in nur einem Jahr. Im laufenden Jahr konnten die meisten DAX-Vertreter aus dem Automobilsektor zwar bisher Kursgewinne erzielen. Sowohl unter den Top-5-Performern 2025 als auch unter den fünf wichtigsten DAX-Treibern finden sich aber ausschließlich Unternehmen aus der Industrie und dem Finanzsektor.



Niedrige Bewertungsniveaus im Automobilsektor mitverantwortlich für schlechteres Abschneiden
 Ein **bedeutender Faktor für die Aufwärtsdynamik des deutschen Leitindex in den letzten Jahren war eine allgemeine Stimmungsaufhellung,** die sich in steigenden Bewertungskennziffern niederschlug. Lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des DAX im Herbst 2022 noch im Bereich von 10x, hat es seither merklich zugelegt. Derzeit bewegt sich das KGV des Leitindex nicht nur klar oberhalb der Niveaus vor Ausbruch der Corona-Pandemie, sondern zugleich deutlich über dem langfristigen Durchschnitt und damit im „teuren“ Bereich. Im Automobilsektor zeichnet sich hingegen ein gemischtes Bild ab. Zwar konnten die meisten Vertreter im DAX in den vergangenen knapp drei Jahren ihre Bewertung ausweiten. Allerdings kann von überdurchschnittlichen Bewertungen nicht durchweg die Rede sein. **Vielmehr verharren die KGVs im Automobilsektor teils auf sehr verhaltenen Niveaus deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts.**

Diese **vermeintlich günstigen Bewertungen spiegeln dabei wohl weniger unterbewertete Chancen als vielmehr bestehende Unsicherheiten wider**. Die Kapitalmärkte preisen strukturelle Risiken wie hohe Investitionskosten, zunehmende Konkurrenz in der Elektromobilität, geopolitische Abhängigkeiten und geänderte handelspolitische Rahmenbedingungen sowie eine mögliche zyklische Abkühlung ein. Das niedrige Bewertungsniveau ist insofern Ausdruck einer anhaltenden Skepsis gegenüber der nachhaltigen Ertragskraft des Sektors in einem sich wandelnden (globalen) Marktumfeld. Die **niedrigen KGVs im Sektor ohne genaueres Hinsehen aus Anlegerperspektive als günstige Einstiegchance zu interpretieren, greift folglich zu kurz**.

DAX mit rosaroter Brille – Bewertungskennziffern auf hohem Niveau
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Bedeutung der Automobilbranche für den DAX dürfte perspektivisch weiter zurückgehen

Der **Automobilsektor wurde in den letzten Jahren – trotz seiner weiterhin signifikanten Bedeutung für die deutsche Wirtschaft – im DAX zunehmend zum Randakteur**. Die schwache Kursentwicklung und vergleichsweise niedrige Bewertungsniveaus haben das Gewicht der Branche im Leitindex merklich reduziert. Während andere Sektoren – insbesondere Technologie, Industrie und Finanzen – die Indexentwicklung dominieren, trägt die Autoindustrie immer weniger zur Gesamtdynamik bei. Die **Dynamik dieses Prozesses dürfte in den kommenden Jahren zwar davon abhängen, inwieweit es den Unternehmen gelingt, die hohen Investitionen in neue Technologien in nachhaltige Gewinne zu übersetzen** und gleichzeitig geopolitische wie handelspolitische Risiken zu managen. Aus Indexperspektive **spricht jedoch einiges dafür, dass sich die Verschiebung zugunsten anderer Branchen tendenziell fortsetzen** wird.



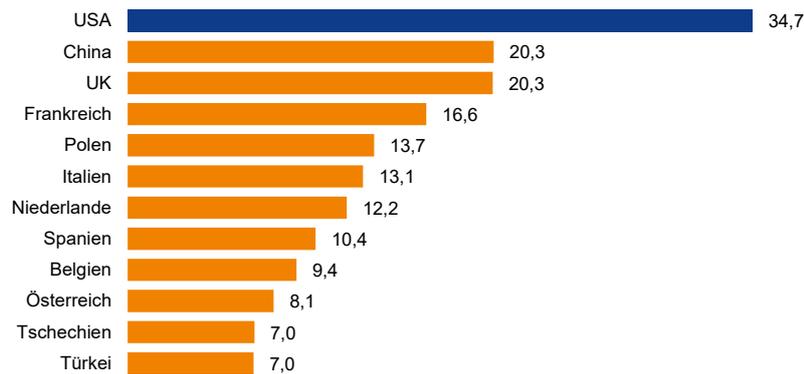
**Autozölle: Gekommen, um zu bleiben
Zollthemen könnten zu Produktionsverlagerungen führen**

Michael Punzet, Analyst

Die US-Zollpolitik für Fahrzeugimporte in die USA führt zu spürbaren Belastungen – nicht nur bei deutschen Herstellern. Aktuell lässt die Umsetzung der Einigung zwischen der EU und den USA auf sich warten. Grund könnte die unterschiedliche Interpretation der Eckpunkte, beispielsweise der angekündigten Investitionen, sein. Nach der Klärung dürften die Unternehmen ihre Handlungsalternativen prüfen und sukzessive umsetzen.

Die aktuelle US-Zollpolitik stellt einen zusätzlichen wesentlichen Belastungsfaktor für die deutsche Autoindustrie dar. Im vergangenen Jahr wurden Autos und Autoteile im Wert von fast 35 Mrd. Euro in die USA exportiert. Damit liegt der Anteil der Branche bei deutlich mehr als einem Fünftel an den gesamten deutschen Ausfuhren. Zölle in Höhe von 25% hätten 2024 entsprechend für eine Verteuerung der in die USA eingeführten Autos und Autoteile von rund 8,7 Mrd. Euro gesorgt. Selbst bei einem möglichen US-Nachfrageeinbruch um 25% bis 30% wären es bei Ausfuhren in Höhe von 24 Mrd. bis 26 Mrd. Euro immer noch zusätzliche Zollkosten zwischen 6,0 Mrd. und 6,5 Mrd. Euro pro Jahr. Auf Basis des vereinbarten, aber bislang noch nicht implementierten Zollsatzes von 15% würden sich die zusätzlichen Zollkosten auf mehr als 5 Mrd. Euro (Ausfuhrniveau 2024) bzw. 3,6 Mrd. bis 3,9 Mrd. Euro (Nachfrageeinbruch 25% bis 30%) reduzieren.

Top-12-Zielländer für deutsche Ausfuhren von Autos und Autoteilen
In Mrd. Euro (2024)



Quellen: Destatis, DZ BANK

Produktionsstätten nur bedingt flexibel – Anpassung der Angebotspalette

Zwar verfügen die deutschen Konzerne zum Teil über umfangreiche Produktionsstätten in den USA bzw. in der USMCA-Region (USA, Kanada, Mexiko). Allerdings können nicht alle in den USA verkauften Fahrzeuge, wegen der zum Teil geringen Stückzahlen, auch vor Ort produziert werden. Nach Angaben des VDA haben deutsche Unternehmen im vergangenen Jahr in den USA über 844.000 Fahrzeuge gefertigt, von denen rund die Hälfte exportiert wurde. Die Absätze deutscher Hersteller in den Vereinigten Staaten beliefen sich laut VDA auf rund 1,4 Millionen PKW, woraus 2024 ein Marktanteil von unter 9% bei den in den USA verkauften Autos und von rund 7,5% bei der dort erfolgten Produktion resultierte. Als global agierende Unternehmen ist das Produktionsvolumen in den USA an den dortigen Absätzen aber eben nicht auf Modellebene ausgerichtet. Dementsprechend sind einerseits Importe notwendig, um die Nachfrage für einige Modelle zu decken. Andererseits ist auch ein Teil der lokalen Fertigung für den Export bestimmt. So liefert BMW rund 50% der in seinem Werk in Spartanburg (South Carolina) produzierten Fahrzeuge aus den USA in andere Regionen aus; bei Mercedes-Benz Cars sind es rund 67% der in Tuscaloosa (Alabama) gebauten Autos. Ein Ausbau der US-Fertigung erscheint uns nur bei vorhandenen freien Kapazitäten möglich. Zusätzliche Kapazitäten dürften erst mit einer Vorlaufzeit von mindestens zwei Jahren aufgebaut werden können. Die aktuelle Lage könnte zu einer Anpassung der Angebotspalette führen – insbesondere bei in die USA importierten Fahrzeugen im unteren Preissegment.

Einigung im Zollstreit – Umsetzung lässt auf sich warten

Ende Juli hat sich die Europäische Union im Zollstreit mit den USA auf einen Zollsatz von 15% für die meisten Importe von Waren aus der EU geeinigt. Von diesem „Deal“ sollte auch der Import von Autos und Fahrzeugteilen profitieren. Im Gegenzug wurde vereinbart, dass der Importzoll für einen Großteil der aus den USA in die EU eingeführten Produkte sukzessive auf 0%, von zuvor beispielsweise 10% bei Fahrzeugen, gesenkt wird. Nachdem mittlerweile weitere Details schriftlich fixiert worden sind, sollen die US-Zölle für Fahrzeugimporte aus der EU nicht sofort von aktuell 27,5% auf 15% reduziert werden. Vielmehr ist die Senkung an die Bedingung geknüpft, dass die EU ihre Zölle auf amerikanische Industriegüter auf null senkt. Die EU-Kommission hat Ende August einen entsprechenden Gesetzesentwurf vorgelegt und hofft damit, die Zollsenkung auf 15% noch rückwirkend zum 1. August 2025 erreichen zu können. Unklar ist aus unserer Sicht weiterhin, ob hiermit auch die unterschiedliche Interpretation der zugesagten Investitionen von 600 Mrd. US-Dollar geklärt ist. Während US-Präsident Trump in einem Interview davon ausgeht, das Geld nach seinen Vorstellungen investieren zu können, sieht die EU-Kommission die Summe nicht als verbindliche Zusage, sondern als eine aggregierte Marktprognose privater Unternehmen. So hatte der VW-Konzern bereits im Vorfeld der Einigung Investitionen in Milliardenhöhe angekündigt – für den Ausbau seines Werkes in Chattanooga, den Aufbau der Marke Scout sowie für seine Kooperation mit Rivian. Auch die anderen deutschen Hersteller haben umfangreiche Investitionen in Aussicht gestellt.

Die Hoffnungen auf eine Verrechnung von Exporten aus den USA mit in die USA importierten Fahrzeugen ist in den bislang bekannten Eckdaten nicht enthalten. Jetzt hoffen die deutschen Hersteller aber darauf, dass sie im Gegenzug für ihre geplanten Investitionen (weitere) Erleichterungen bei den Zollbelastungen erhalten könnten. Unklar ist zudem die Zukunft des Freihandelsabkommens USMCA, insbesondere mit Blick auf die mögliche Überprüfung bzw. Anpassung im Jahr 2026.

Gegenmaßnahmen unklar – auch US-Hersteller von Zöllen belastet

Bislang halten sich die Hersteller mit genauen Aussagen über mögliche Gegenmaßnahmen, beispielsweise Produktionsverlagerungen, Anpassung der Angebotspalette oder Preiserhöhungen, zurück. Zwar wurden im Zuge der Berichterstattungen zum zweiten Quartal 2025 Aussagen zu den möglichen Auswirkungen der US-Zölle auf Basis der Grundsatzvereinbarung getroffen, jedoch dürften die Unternehmen die finale Ausgestaltung der Einigung abwarten und erst dann über mögliche Gegenmaßnahmen entscheiden. Auf Basis der in Aussicht gestellten Absenkung des Zollsatzes für aus der EU importierte Fahrzeuge auf 15% bezifferte beispielsweise die Mercedes-Benz Group den negativen Margeneffekt für 2025 nun mit rund 1,5 Prozentpunkten bei Mercedes-Benz Cars, nachdem man im Rahmen der Berichterstattung zum Auftaktquartal 2025 die potenzielle Margenbeeinträchtigung auf Basis des damals angekündigten Zusatzzolls von 25% noch mit bis zu 3 Prozentpunkten prognostiziert hatte. Im Van-Geschäft sieht der Konzern 2025 nun eine Margenbelastung von etwa 0,5 Prozentpunkten (zuvor: etwa 2 Prozentpunkte). Diese resultiert bei Mercedes-Benz Vans primär aus dem Bezug von Komponenten. In der Berechnung enthalten sind auch die negativen Margeneffekte aus den Zusatzzöllen für Einfuhren aus Mexiko und Kanada, die nicht unter die Vorgaben des Freihandelsabkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada – USMCA – fallen.

Von der US-Zollpolitik ist aber nicht nur die Geschäftsentwicklung der deutschen Hersteller negativ beeinflusst. So rechnet Toyota mit Belastungen von mehr als 8 Mrd. Euro bei einem erwarteten Betriebsgewinn von rund 18,8 Mrd. Euro. Auch amerikanische Hersteller sind von der US-Zollpolitik betroffen. So rechnet Ford mit Zollkosten von rund 2 Mrd. US-Dollar bei einem erwarteten Betriebsgewinn von ursprünglich 7,0 Mrd. bis 8,5 Mrd. US-Dollar. General Motors erwartet einen negativen Ergebniseffekt von 4 Mrd. bis 5 Mrd. Euro und senkte dementsprechend die Prognose des operativen Ergebnisses auf 10,0 Mrd. bis 12,5 Mrd. US-Dollar. Zudem will das Unternehmen rund 30% der Belastungen durch Kosteneinsparungen kompensieren, wovon auch die Zulieferer betroffen sein werden.

Handlungsalternativen prüfen

Nach der finalen Ausgestaltung der Zolleinigung der EU mit den USA werden die Autokonzerne ihre Handlungsmöglichkeiten analysieren und mögliche Gegenmaßnahmen sukzessive umsetzen. Während wir davon ausgehen, dass zu Beginn eher kurzfristig umsetzbare Maßnahmen wie beispielsweise Angebots- und Preisanpassungen dominieren dürften, sollte mittelfristig mit potenziellen Verlagerungen von Produktionskapazitäten, auch auf der Zulieferebene, gerechnet werden. Eine solche Entwicklung würde den Standort Europa bzw. Deutschland (weiter) schwächen. Mit Blick auf andere handelspolitische Entwicklungen könnten jedoch beispielsweise chinesische Hersteller und Zulieferer wegen der EU-Zölle für den Import von vollelektrischen Fahrzeugen aus China Produktionskapazitäten in Europa bzw. Deutschland aufbauen. Wir gehen davon aus, dass es den deutschen Herstellern gelingen sollte, einen Teil der US-Zollbelastungen durch entsprechende Gegenmaßnahmen kompensieren zu können. Eine vollständige Kompensation halten wir hingegen in dem aktuellen wirtschaftlichen Umfeld kurz- bis mittelfristig für wenig wahrscheinlich.



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, 3.9.2025

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.

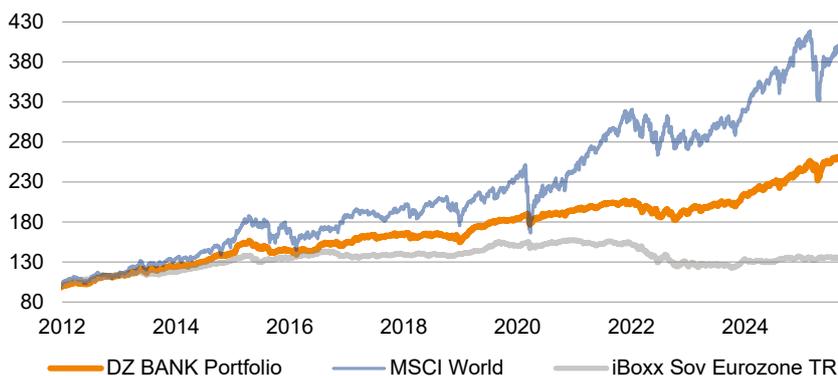
Gestützt vorrangig von der dynamischen Aufwärtsbewegung verschiedener Aktienindizes aus Deutschland und Europa kann das DZ BANK Musterportfolio eine positive Bilanz der ersten acht Monate dieses Jahres ziehen. Ohne die ausgeprägte US-Dollar-Schwäche wäre das Plus von aktuell gut 7% sogar noch deutlich höher ausgefallen. Rückenwind erhielt das Musterportfolio hingegen neben den europäischen Aktienmärkten (DAX: plus 19%) auch vom Goldpreis, der seit Jahresbeginn 18% zulegen konnte – in Euro wohlgerne. Ein leichtes Plus verzeichneten auch die Engagements in europäische festverzinsliche Wertpapiere. Immerhin rund 2% bzw. 4% ging es für die Investitionen in Anleihen aus dem Unternehmens- und dem High-Yield-Bereich bergauf. Die (zumindest in heimischer Währung gerechnet) unter dem Strich durchweg positive Entwicklung bei allen Engagements im Musterportfolio mag zwar einerseits erfreulich sein. Fraglich ist jedoch, ob und inwieweit diese im weiteren Jahresverlauf durchzuhalten ist. Gerade mit Blick auf die Konjunkturentwicklung ist mit einer deutlichen Verlangsamung zu rechnen. Aufgrund der von US-Präsident Trump angestoßenen Zollpolitik dürften sich die fundamentalen Rahmenbedingungen in der weltweit größten Volkswirtschaft in den nächsten Monaten deutlich verschlechtern. Zudem könnten allzu große US-Leitzinssenkungshoffnungen enttäuscht werden, sollte der dortige Preisdruck den aktuellen Trend einer steigenden Inflationsrate – wie von uns erwartet – fortsetzen.

Nicht einfacher machen diese herausfordernde Gemengelage die anhaltend ambitionierten Bewertungsniveaus. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500 liegen deutlich über den historischen Durchschnitt, und auch andere Kennzahlen sehen die Aktienindizes im „teuren“ Bereich. Die hohen Bewertungsniveaus mögen zwar kein Zeichen für einen unmittelbar bevorstehenden Kurseinbruch sein. Sie machen die Aktienindizes aber anfällig für Rückschläge, sollte sich die Stimmung an den Finanzmärkten eintrüben. Wir gehen daher davon aus, dass die Aktienmärkte in den nächsten Monaten Federn lassen müssen. Beim DAX rechnen wir zum Jahresende mit 23.000 Punkten, der S&P 500 sollte sogar wieder deutlich unter die Marke von 6.000 Zählern abrutschen.

Vor dem Hintergrund dieser Einschätzungen passten wir am 24. Juli die Ausrichtung unseres Musterportfolios an und reduzierten den Aktienanteil von zuvor 54% auf 40%. Dies ging vor allem zulasten der US-Indizes. Das Engagement im S&P 500 in Höhe von 4% des Portfolios wurde aufgelöst und der Anteil des Nasdaq 100 von etwa 11% auf 7% reduziert. Auch der deutsche Leitindex hat an Gewicht von gut 11% auf 5% verloren.

Die frei werdenden finanziellen Mittel haben wir an der Seitenlinie in der Liquiditätsreserve geparkt – mit der festen Absicht, wieder verstärkt Risiken einzugehen und die Aktienquote zu erhöhen, sobald die genannten Risikofaktoren entweder eingetreten sind und folglich eingepreist wurden oder sich in Wohlgefallen aufgelöst haben. Schließlich besteht unter anderem vor dem Hintergrund der staatlichen Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit Europas sowie mit Blick auf die zur Verfügung stehenden Finanzmittel der Bundesregierung in Berlin für die Verbesserung der physischen und digitalen Infrastruktur Deutschlands die Perspektive eines nachhaltig dynamischeren Wachstums im Euroraum in den nächsten Jahren. Hiervon dürften dann auch die Umsätze und Gewinne der Aktienunternehmen profitieren. In den USA wurden Anfang Juli Steuersenkungen teils dauerhaft festgeschrieben und für private Haushalte und Unternehmen teils weiter ausgebaut. Dies sollte der Wirtschaft im Jahr 2026 neuen Schwung geben. Die Gewinne der US-Unternehmen dürften zudem von Deregulierungsmaßnahmen profitieren, die von der dortigen Regierung weiter vorangetrieben werden. Ein solches Umfeld liefert die Ausgangsbasis für neue Aktienrekorde dies- und jenseits des Atlantiks im Jahr 2026.

Kursentwicklung seit Auflegung (in Euro)



Quelle: Bloomberg

Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, Analyst, 3.9.2025

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 3. September 2025 setzt sich das Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global wie folgt zusammen:

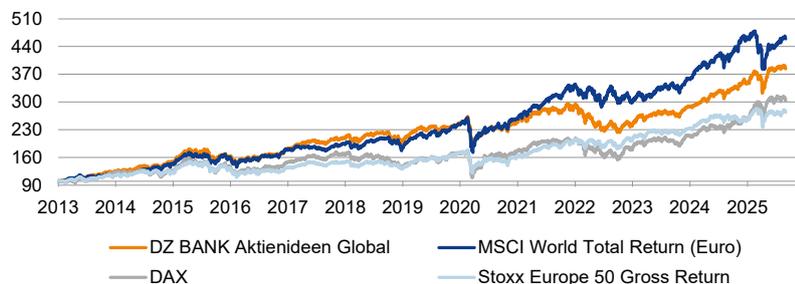
Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	01.01.2025	13	295,90	354,20	+24,9% (inkl. Dividende)
BMW	17.02.2025	51	84,08	88,60	+10,5% (inkl. Dividende)
Deutsche Post	13.08.2025	107	41,69	38,30	-8,1%
Deutsche Telekom	06.08.2025	142	31,31	31,40	+0,3%
Rheinmetall	16.05.2025	2	1.723,00	1.749,00	+1,5%
RWE	17.03.2025	129	32,42	33,93	+8,1% (inkl. Dividende)
Vonovia	18.06.2025	146	29,85	25,91	-13,2%
Adobe	01.01.2025	9	429,68	296,83	-30,9%
Amazon.com	01.01.2025	18	211,99	193,52	-8,7%
BYD Co.	03.06.2025	267	14,97	12,19	-17,5% (inkl. Dividende)
Capgemini	30.07.2025	33	132,50	118,10	-10,9%
Danone	04.04.2025	52	72,32	73,32	+4,4% (inkl. Dividende)
EssilorLuxottica	01.01.2025	17	235,60	257,10	+10,8% (inkl. Dividende)
Holcim	01.01.2025	43	92,86	70,23	+27,5% (inkl. Dividende und Spin-off)
Linde PLC	16.01.2025	9	420,02	407,20	-2,4% (inkl. Dividende)
Merck & Co.	04.04.2025	51	74,26	73,41	-0,2% (inkl. Dividende)
Microsoft	01.01.2025	9	407,29	433,80	+7,1% (inkl. Dividende)
Nestlé	01.01.2025	49	79,60	80,05	+4,7% (inkl. Dividende)
Oracle	01.01.2025	24	161,02	193,49	+21,0% (inkl. Dividende)
Thales	05.05.2025	16	251,50	220,20	-11,3% (inkl. Dividende)
TotalEnergies	25.07.2025	87	51,33	53,53	+4,3%
Universal Music Group	19.08.2025	182	24,70	23,79	-3,7%

Stand: 3. September 2025

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 2. September 2025 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 10,6% erzielt und damit erheblich besser als der MSCI World Total Return in Euro (0,5%) und der Stoxx Europe 50 Gross Return (7,7%), aber deutlich unterhalb des DAX (18,0%). Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.

Kursentwicklung seit Auflegung



Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Automobilstandort Deutschland: eine Vielzahl von Herausforderungen

Experten-Interview

Mit Michael Punzet, Automobil-Analyst (Aktien), und Markus Roß, Automobil-Analyst (Credits), DZ BANK AG

Markus Roß: Heute soll es um wichtige Entwicklungen gehen, die den Autostandort Deutschland betreffen. Allerdings lässt sich dieses Thema gar nicht so ganz genau auf den Standort Deutschland oder die deutsche Perspektive eingrenzen.

Michael Punzet: Das ist richtig. Wir haben das Problem, dass die Autokonzerne in Deutschland sehr global aufgestellt sind – was die Produktion, die Fertigung und den Vertrieb angeht. Ein Beispiel: Wenn ein Auto in Deutschland entwickelt wird, heißt das noch lange nicht, dass es auch in Deutschland produziert wird. Daher haben wir hier nicht den Fokus auf Deutschland. So werden beispielsweise in Deutschland Mitarbeiter abgebaut, die dann in anderen Regionen wieder aufgebaut werden, weil dort der Absatz ist. Darüber hinaus gibt es regulatorische Maßnahmen. So zeigt die jüngste Zolldiskussion, dass es unter Umständen auch von Vorteil sein kann, in den USA zu produzieren. Wie ist das denn bei der Entwicklung der E-Mobilität? Ist es da einheitlicher oder gibt es da auch regionale Unterschiede?

Markus Roß: Da gibt es sehr deutliche regionale Unterschiede. Vor allen Dingen ist hier natürlich China das Zugpferd. Wir haben letztes Jahr, 2024, ungefähr 60% der weltweiten vollelektrischen Fahrzeuge – Neuwagen-Fahrzeugverkäufe – in China gesehen, also eine sehr dominante Stellung des chinesischen Marktes hier weltweit. Fast jedes dritte Fahrzeug, das in China neu verkauft wird, ist ein vollelektrisches Fahrzeug. Natürlich hat auch in China das Tempo zuletzt ein wenig nachgelassen. Denn eine Technologie, die am Anfang sehr hohe Wachstumsraten zeigt, lässt in der Regel mit der Zeit nach. Grundsätzlich jedoch sind die Rahmenbedingungen in China weiterhin intakt. Denn für den chinesischen Verbraucher lohnt es sich, ein E-Auto zu kaufen: Zum einen weil das Laden in der Regel sowohl zu Hause als auch öffentlich billiger ist als das Tanken und zum anderen weil die Preise von E-Fahrzeugen mittlerweile mindestens vergleichbar, wenn nicht sogar günstiger sind als die von Verbrenner-Fahrzeugen. Das liegt daran, dass China, was das Elektrofahrzeug betrifft, die gesamte Wertschöpfungskette dominiert bis hin zu den Batterien und Rohstoffen. Das schafft Kostenvorteile, die zu entsprechenden Preisen weitergegeben werden können. Zudem herrscht im chinesischen Markt ein sehr intensiver Wettbewerb – mit vielen aktiven Spielern. Folglich sind mittlerweile auch Überkapazitäten entstanden,

was sich auf der Preisseite bemerkbar macht. Das wiederum freut den chinesischen Verbraucher, der sich im E-Segment günstig bedienen kann. Wenn also der chinesische Markt verbraucherseitig getrieben ist, dann stellt sich die Frage, wie es in Europa ist. Da haben wir ja nicht so eine Nachfrageseite, die die Elektrofahrzeuge oder den E-Hochlauf beschleunigt, sondern da ist das Thema doch eher regulatorisch getrieben.

Michael Punzet: Das ist richtig. Die EU hat sich auf die Fahne geschrieben, bis 2050 klimaneutral zu sein und vor diesem Hintergrund auch Flottengrenzwerte festgelegt, die darauf hinauslaufen, dass ab 2035 kein Auto mehr mit einem Verbrenner in Europa verkauft werden kann. Allerdings verläuft der Hochlauf beziehungsweise die Penetration von E-Fahrzeugen deutlich schleppender, als das ursprünglich gedacht war. Vor diesem Hintergrund hat die EU-Kommission nun beschlossen, den eigentlich für 2025 festgelegten Grenzwert – der zu Strafzahlungen führen würde, wenn die Unternehmen diese mit ihren Flotten nicht erreichen – auf einen Dreijahresdurchschnitt auszuweiten. Das heißt: Wenn den Unternehmen E-Autos fehlen oder ihre CO₂-Flottenemissionen im Jahr 2025 nicht den Grenzwert unterschreiten, haben sie die Möglichkeit, das mit einem besseren Absatz 2026/2027 zu kompensieren. Das ist ein Entgegenkommen von der EU-Kommission an die Hersteller, weil man auch den globalen Veränderungen der letzten Jahre Rechnung tragen will. Mit dem Beschluss des faktischen Verbrenner-Aus ab 2035 hatte man zudem festgelegt, 2026 diesen Plan beziehungsweise die Grenzwerte nochmals zu überprüfen. Dies wurde nun vorgezogen: Am 12. September soll es einen Termin geben von der Autoindustrie mit der EU-Kommission, wo man wahrscheinlich auch dieses Thema adressieren dürfte. Denn mittlerweile gehen die Stimmen doch sehr stark in die Richtung, dass man möglicherweise die Berechnungsgrundlage – zum Beispiel eine bessere Implementierung von Plug-in-Hybriden – überdenken sollte und vor diesem Hintergrund vielleicht auch diese Ziele. Das ist jetzt das europäische System. Wie sieht es denn in den USA aus unter Präsident Trump – hat sich da was geändert?

Markus Roß: Da hat sich einiges geändert oder da ändert sich noch einiges, gerade auch mit Blick auf die Regulatorik. Dass Trump kein großer Freund von E-Fahrzeugen ist, ist bekannt – nicht erst seit Elon Musk nicht mehr an seiner Seite ist. Im Zuge der „One Big Beautiful Bill“ gab es einige Änderungen für den Autosektor. Unter anderem gibt es keine Strafzahlungen mehr, wenn die Hersteller die nationalen Flottengrenzwerte nicht mehr einhalten. Somit entfällt für die in Amerika agierenden Unternehmen der Anreiz, mehr auf E-Mobilität zu setzen. Auch entscheidende Fördermaßnahmen wurden gestoppt oder sollen demnächst auslaufen. Und Trump hat sich auch wieder einmal mit dem Staat Kalifornien angelegt. Denn es gibt nicht nur die nationalen Grenzwerte oder nationalen Standards, die in den USA eingehalten werden müssen, sondern auch Sonderregelungen auf Bundesstaatenebene, insbesondere in Kalifornien, das hier recht E-Auto-freundlich unterwegs ist und eigentlich eine Art Verbrenner-Verbot avisiert hat. Doch diesen Sonderstatus, dem auch andere Bundesstaaten gefolgt sind, hat Trump jetzt erst einmal abschaffen lassen. Juristisch ist sicherlich noch nicht das letzte Wort gesprochen, aber alles zusammengenommen ist das nicht unbedingt ein Umfeld, das dafür spricht, dass die E-Autoabsätze in den USA nun stark ansteigen. Neben Trump, Autosektor und Regulatorik gibt es aber noch einen Aspekt: die Zölle – eines der Hauptthemen für den Autosektor.

Michael Punzet: Das ist richtig. Seit dem Amtsantritt von Trump wird über die Importzölle für Autos aus Europa diskutiert. In der Vergangenheit hat man 2,5% Zoll bezahlt, auf die Trump jetzt 25% oben drauf geschlagen hat. Somit bezahlen die Autobauer momentan 27,5% Zoll. Mit der kürzlichen Handschlagvereinbarung zwischen EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen und US-Präsident Trump hat man sich auf 15% geeinigt. Nur leider warten die Autobauer noch darauf. Mittlerweile wurde ein vierseitiges Papier veröffentlicht, in dem es um die Umsetzung dieser Vereinbarung geht und da steht nun, dass dieser reduzierte Zoll von 15% erst dann gilt, wenn die EU ihrerseits für viele Industriegüter den Zollsatz auf null gesenkt hat. Das hat jetzt die EU-Kommission dazu bewogen, noch im August einen Gesetzesentwurf vorzulegen, der genau das umsetzen soll. Hintergrund ist, dass der reduzierte Zollsatz von 15% erst ab dem 1. des Monats, in dem dieses Gesetz beschlossen ist, gilt. Wie man es von der EU kennt, wird das sicherlich nicht ganz so schnell gehen. Aber die Klarheit, die man nach dem Handschlag erwartet hatte, gibt es nicht. Das heißt für die Autobauer, dass sie die finalen Belastungen überhaupt noch nicht abschätzen können, mit welchen Maßnahmen sie dagegen vorgehen können, sprich ob sie ihr jeweiliges Portfolio anpassen müssen – dass sie vielleicht dann weniger Autos, die aus Europa oder anderen Regionen in die USA importiert werden, auf dem US-Markt anbieten. Fokussiert man sich mehr auf lokal produzierte Fahrzeuge, macht man Preiserhöhungen? All das ist noch offen und werden die Autobauer in den kommenden Monaten sicherlich berücksichtigen, wenn klar ist, wohin die Reise geht. Und unklar ist, ob es dann nicht vielleicht noch mal zusätzliche Sonderzölle gibt. Wir haben gerade aktuell die Diskussion für den Maschinenbau, weil jetzt noch mal Zusatzzölle auf Aluminium und Stahl mit in die Produkte eingerechnet werden. Auch das bleibt abzuwarten. Was bedeutet das denn für die Beschäftigung am Standort Deutschland?

Markus Roß: Die Beschäftigung ist seit ungefähr 2018/2019 hier in Deutschland rückläufig. Deutlicher zurückgegangen sind die Produktionszahlen. Somit war der Beschäftigungsrückgang noch relativ moderat. Das heißt aber auch, dass wir hier wahrscheinlich noch nicht die Talsohle erreicht haben. Man sieht das auch an den vielen Herstellern und Zulieferern, die noch Sparprogramme laufen oder neue angekündigt haben. Das heißt, wir werden wahrscheinlich einen weiteren Beschäftigungsrückgang sehen. Denn die Probleme sind vielfältig. Es sind regionale Verschiebungen, die dazu führen, dass wir weniger Beschäftigung in Deutschland haben, hinzu kommt die Zollthematik. Und nicht zu vergessen die Transformation, die eine riesige Aufgabe für den Sektor darstellt. Es wird also weiter Druck geben auf die Beschäftigung in Deutschland. Es ist die Frage, was man tun kann, um diesen Trend zumindest ein wenig abzubremsen. Sicherlich ist hier vor allem die Politik gefragt, die wesentliche Kostenfaktoren adressieren könnte – wie die Steuerbelastung, die Energiepreise, die hierzulande immer noch vergleichsweise hoch sind, oder eben auch die Bürokratie, die hier und da noch unnötig hoch ausfällt, auch im Automobilsektor. Das sind Ansatzpunkte, die die Politik angehen könnte, um eben auch dem Beschäftigungsrückgang ein wenig Einhalt zu gebieten. Hilfreich wären sicherlich noch einige andere Rahmenbedingungen, um hier noch mal auf die Bremse zu drücken.

Michael Punzet: Wichtig wäre für die Autobranche vor allem eine verlässliche Planungsgrundlage. Bezogen auf das Thema Zölle – 27,5% oder 15% – hätte das massive Auswirkungen auch auf das Geschäftsmodell oder die Entwicklung von zukünftigen Modellen. Rechnet es sich überhaupt noch, wenn 30% des Absatzes in den USA erfolgen? Mittel- bis langfristig dürfte das Thema auf die Geschäftsmodelle einwirken. Ein anderes Thema ist die CO₂-Regulatorik – hier haben wir sehr große Schritte innerhalb von fünf Jahren. Da der übliche Lebenszyklus eines Modells sieben bis acht Jahre beträgt, wäre auch hier Klarheit wichtig, wohin die Reise geht und ob dieses faktische Verbrenner-Aus 2035 Bestand hat oder nicht. Denn demgemäß werden die Autobauer ihre Modellpolitik überdenken. Momentan ist die Nachfrage auf der Kundenseite noch nicht in dem Maß vorhanden, wie es eigentlich mal gedacht war, was dann auch dazu geführt hat, dass die Autobauer ihre Pläne für den Bau von Verbrennern eigentlich eher nach hinten rausschieben, statt frühzeitig auf die E-Mobilität zu gehen. Insgesamt sehen wir ein hohes Maß an Unsicherheit, das durch verlässliche Aussagen seitens der Politik, seitens der Regulatorik ersetzt werden müsste.

Markus Roß: Wir sehen, es ist ein komplexes Thema, es ist viel zu tun und die Perspektiven sind nicht gerade rosig. Aber es gibt vielleicht Anhaltspunkte, wie man dem Automobilstandort Deutschland so ein bisschen unter die Arme greifen könnte, auch von der politischen und regulatorischen Seite, wie wir gerade besprochen haben.



E-Trend weltweit Das Tempo variiert

Markus Roß, Analyst

Nach einem rasanten Wachstum ist der E-Hochlauf im letzten Jahr ins Stocken geraten mit regional unterschiedlichem Muster. Wesentlicher Motor bleibt angesichts der vorteilhaften Rahmenbedingungen der chinesische Markt. In Europa wird die Dynamik stark von der Regulatorik bestimmt. Die USA dürften unter Präsident Trump einige Gänge runterschalten. Das heterogene Tempo erschwert die Transformation für die international agierenden Hersteller und erfordert ein hohes Maß an Flexibilität.

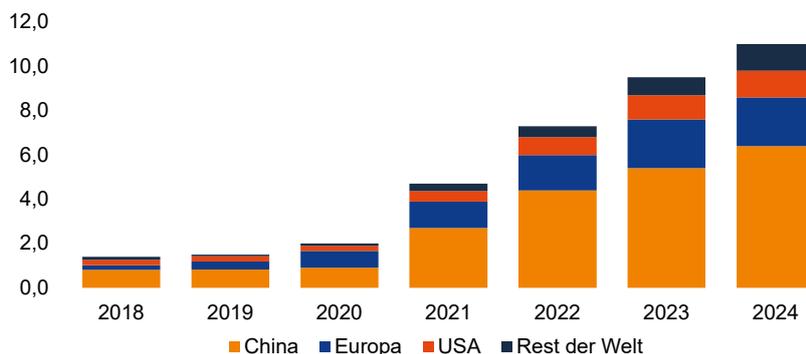
Zunächst ein Wort der Klarstellung: Bei der Betrachtung von „E-Trends“ ist die Definition des „E“ entscheidend. Vorsicht ist geboten, wenn in diesem Zusammenhang bei den Automobilkonzernen von „elektrifizierten“ Fahrzeugen die Rede ist. Diese umfassen in der Regel Plug-in-Hybride (PHEV), sodass die Elektroquote entsprechend höher ausgewiesen wird. Dabei fällt der rein elektrische Fahranteil bei diesen Fahrzeugen mitunter sehr begrenzt aus und ist gleichzeitig stark vom Nutzungs- und Ladeverhalten abhängig. Ähnliches gilt für die sogenannten Range-Extender (REEV), welche sich insbesondere in China großer Beliebtheit erfreuen. Die Reichweite dieser batterieelektrisch betriebenen Fahrzeuge lässt sich durch einen zusätzlichen Verbrennungsmotor, welcher als Generator agiert, verlängern. Noch ausgedehntere Definitionen des „E“ können auch weitere Hybridvarianten (Voll- und/oder Mild-Hybride – HEV) umfassen, die allerdings überwiegend als „Verbrenner“ unterwegs sind beziehungsweise bei denen der Elektromotor nur als Unterstützung dient. Brennstoffzellenfahrzeuge (FCEV) sind zwar im Grunde als „vollelektrisch“ einzustufen (die Brennstoffzelle erzeugt den Strom während der Fahrt), allerdings sind die verkauften Stückzahlen dieser Technologie eher vernachlässigbar. Im Folgenden bezieht sich das „E“ daher auf die engste Fassung und damit ausschließlich auf die Kategorie des rein batterieelektrisch betriebenen Fahrzeugs, auch BEV (Battery Electric Vehicle) genannt.

Der E-Motor ruckelt

In den vergangenen Jahren hat der weltweite Markt für E-Fahrzeuge ein rasantes Wachstum erfahren. Wurden 2020 global noch rund 2 Millionen BEVs (Absatzanteil: 3%) verkauft, lagen die Absätze 2024 mit knapp 11 Millionen Einheiten (Absatzanteil: 14%) schon im zweistelligen Millionenbereich. Somit beläuft sich die durchschnittliche Wachstumsrate seit 2020 auf mehr als 50% pro Jahr. Der weltweite Bestand an vollelektrischen Automobilen ist mittlerweile auf rund 40

Millionen Fahrzeuge angewachsen (Anteil am Gesamtbestand: 3%; 2020: 0,5%). Vor allem im letzten Jahr hat die Wachstumsdynamik jedoch nachgelassen. So lag das Wachstum 2024 nur noch bei 16%. Diese Entwicklung ist aber bei der Einführung von neuen Technologien kein untypisches Phänomen. Zuletzt erreichte der weltweite Absatzanteil von batterieelektrischen Fahrzeugen mit nahezu 15% eine in der Theorie wichtige Schwelle: Die Käufergruppen der Innovationsliebhaber und experimentierfreudigen frühzeitigen Anwender (die sogenannten „Early Adopter“) sind bereits auf den Elektrozug aufgesprungen und haben das Wachstum in der Anfangsphase getrieben. Für eine beschleunigte Marktdurchdringung muss nun allerdings die breite Masse überzeugt werden, die aus verschiedenen Gründen noch zögerlich agiert. Weit oben auf der Liste der Kaufhemmnisse stehen neben den in der Regel hohen Anschaffungskosten vor allem praktische Bedenken hinsichtlich der Reichweite und der Ladeinfrastruktur. Diese generelle Erkenntnis greift jedoch zu kurz, denn in der regionalen Betrachtung zeigen sich sehr unterschiedliche Trends hinsichtlich der Akzeptanz für Elektromobilität. Die drei großen Automobilmärkte China, Europa und USA laufen alles andere als im selben Takt.

Weltweite E-Absätze im Aufwind – aber die Dynamik lässt nach
BEV-Absatz in Millionen Fahrzeugen nach Regionen



Quellen: IEA, DZ BANK

China baut den Vorsprung aus

China konnte die dominante Stellung im E-Segment in den vergangenen Jahren weiter ausbauen und war 2024 für rund 60% aller weltweit verkauften BEVs verantwortlich. Nach nur 5% im Jahr 2020 ist der Absatzanteil von E-Fahrzeugen in der Volksrepublik bis zur Jahresmitte 2025 auf etwa 30% angestiegen. Zwar verlor die Nachfrage auch hier zuletzt etwas an Schwung, was auch der zunehmenden Beliebtheit von Plug-in-Hybriden (beziehungsweise Range-Extender) geschuldet war. Die Chancen für einen nachhaltigen Aufwärtstrend stehen in Anbetracht der Rahmenbedingungen jedoch gut, denn Elektromobilität „lohnt sich“ aus Sicht des chinesischen Verbrauchers: Die Anschaffungskosten eines E-Autos sind in vielen Fahrzeugsegmenten mittlerweile vergleichbar oder sogar günstiger als die eines Verbrenner-Pendants. Dies erklärt sich zum einen mit der Dominanz und Expertise Chinas hinsichtlich der Batterielieferketten, woraus Kosten- und Skalenvorteile resultieren. Zum anderen spiegelt sich hier der enorme Preiskampf der Hersteller in einem äußerst fragmentierten und von Überkapazitäten geprägten Markt wider. Den Konsumenten freut dies genauso wie die geringeren Betriebskosten: Laden ist in China (sowohl öffentlich als auch privat) in der Regel billiger als Tanken, was die Wahl für ein E-Auto erleichtert.

Neuer Anlauf in Europa?

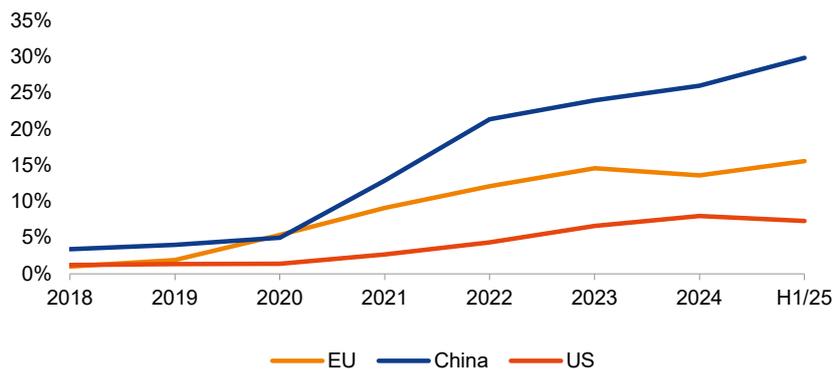
In Europa zeigt sich diesbezüglich ein überwiegend anderes Bild. Denn die Preise für BEVs liegen zum Teil immer noch deutlich über denen konventionell angetriebener Fahrzeuge, wenngleich sich der Abstand langsam verringert. Erschwingliche Einstiegsmodelle sind anders als in China indes (noch) Mangelware. Zudem sind vor allem die öffentlichen Schnellladeangebote in den meisten Ländern sichtbar teurer als eine vergleichbare Tankfüllung. Ein nennenswerter Ladekostenvorteil ist meistens nur beim „Home-Charging“, dem Aufladen an einer heimischen Ladestation, gegeben – eine Option, auf die viele Verbraucher aber gar nicht zurückgreifen können. Überdies hat eine äußerst heterogen ausgeprägte Förderpolitik der einzelnen Mitgliedsstaaten zu großen Unterschieden in der jeweiligen Marktdurchdringung von E-Fahrzeugen geführt. Kurzfristige Änderungen, wie die Streichung des Umweltbonus in Deutschland Ende 2023, führten zu Verunsicherung auf der Verbraucherseite und bremsten den E-Hochlauf zusätzlich aus. Vor diesem Hintergrund konnte die anfänglich solide Dynamik nicht aufrechterhalten werden und der BEV-Anteil in der EU stagnierte 2024 bei rund 15%. Eine wesentliche Rolle spielt hier auch die Regulatorik. Die Stufensystematik bei den Flottenemissionen sieht im Fünfjahresrhythmus strengere Vorgaben für die EU-Neuwagenflotte vor. Dies hatte zur Folge, dass vor 2025 auf der Herstellerebene kein übermäßiger Anreiz bestand, einen „mehr als notwendigen“ Absatzanteil von weniger profitablen batterieelektrischen Fahrzeugen zu forcieren und erklärt auch das im bisherigen Jahresverlauf zu beobachtende

positive Momentum bei den BEV-Absätzen. Inwieweit sich die jüngste Wachstumsdynamik fortsetzen lässt, hängt mittel- bis langfristig auch stark von den politischen (u.a. Fördermaßnahmen) und regulatorischen Rahmenbedingungen („Verbrenner-Aus“ 2035?) ab.

Der Trump-Faktor

In den USA zeigte sich der E-Trend in den vergangenen Jahren aufwärtsgerichtet, obschon ausgehend von einem niedrigen Niveau. Nicht zuletzt die im Rahmen des Inflation Reduction Act verlängerten Kaufanreize und weiteren Fördermaßnahmen wirkten hier – zusammen mit einem verbesserten Modellangebot – stützend. Der Anteil von vollelektrischen Fahrzeugen am Gesamtabsatz kletterte von 3% im Jahr 2021 auf 8% im Jahr 2024. Im bisherigen Jahresverlauf stagniert die Entwicklung indes, was auch den konjunkturellen sowie handelspolitischen Unsicherheiten geschuldet war. Vorausschauend haben sich die Rahmenbedingungen für einen dynamischen E-Hochlauf in den Vereinigten Staaten sichtbar verschlechtert. Präsident Trump ist bekanntlich kein Freund der neuen Antriebstechnologie und nach dem Zerwürfnis mit Tesla-Chef Musk dürften auch intern die Gegenstimmen für seinen diesbezüglichen Kurs verstummt sein. Mit der „Big Beautiful Bill“ wurde das Ende der Steuergutschriften für E-Fahrzeuge besiegelt. Diese laufen voraussichtlich Ende September 2025 aus, was kurzfristig auf Vorzieheffekte und mittelfristig auf Katerstimmung im BEV-Segment schließen lässt. Gleichzeitig nimmt in den USA der regulatorische Druck für die Hersteller ab, einen schnelleren E-Hochlauf zu forcieren. Zum einen sieht das neue Haushaltsgesetz eine Abschaffung der Strafzahlungen für die Verfehlung der (nationalen) CO₂-Flottengrenzwerte vor. Zum anderen hat Präsident Trump Kalifornien das Sonderrecht zur Festlegung eigener Emissionsrichtlinien entzogen, welche deutlich strengere Vorgaben als auf nationaler Ebene vorsahen und auch von zahlreichen weiteren Bundesstaaten als Standard adaptiert wurden.

China fährt im BEV-Segment davon
BEV-Absatzanteil nach Regionen



Quellen: ACEA, China Automotive Technology & Research Center, Argonne Nat. Laboratory, DZ BANK

Flexibilität ist Trumpf

Zusammenfassend lassen die geschilderten Rahmenbedingungen in den drei großen Märkten – China, Europa und USA – auch vorausschauend ein sehr heterogenes Elektrifizierungstempo erwarten. Für die in der Regel international agierenden Hersteller erschwert dies die Planbarkeit und Strategie auf Konzernebene. Einige Unternehmen sahen sich gezwungen, ihre ursprünglichen Transformationspläne anzupassen. Statt einer zeitnahen vollelektrischen Fokussierung ist ein entsprechend breites Produkt- beziehungsweise Antriebsspektrum gefragt, um flexibel auf die ungewissen beziehungsweise differenzierten Marktanforderungen im Zeitablauf reagieren zu können. Gleichzeitig sind zum einen aufgrund der ungleichen E-Dynamik, aber zum anderen auch aufgrund der unterschiedlichen Kundenbedürfnisse zunehmend regional angepasste Strategien unerlässlich. Dies bedeutet, dass erhöhte Investitionsanstrengungen erforderlich sind und die Komplexität für die Mammutaufgabe des technologischen Wandels steigt. Zudem können die notwendigen Zusatzausgaben die Profitabilität belasten, da sich positive Skaleneffekte erst deutlich später realisieren lassen.



Klimabilanz von E-Fahrzeugen Wie schwer wiegt der Rucksack?

Markus Roß, Analyst

Sind Elektroautos aufgrund des schweren CO₂-Rucksacks der Batterie wirklich eine klimafreundlichere Variante zu konventionellen Antrieben? Diese Frage wird häufig heiß diskutiert. Tatsächlich bringt ein E-Fahrzeug aus der Fertigung auch viel „CO₂-Gewicht“ mit an den Start. Allerdings wird dieser Nachteil mitunter bereits nach einer recht kurzen Nutzungsdauer egalisiert. Es ist daher zwar bei Weitem kein „Start-Ziel-Sieg“, aber am Ende hat das E-Auto im „Klimaduell“ gegen den Verbrenner klar die Nase vorn.

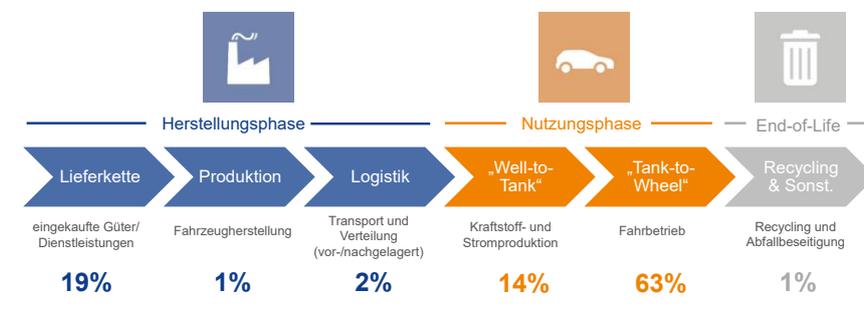
Für eine ganzheitliche Betrachtung der CO₂-Bilanz unterschiedlicher Fahrzeugtypen bedarf es einer Lebenszyklusanalyse, das heißt von der Fertigung (inklusive Lieferketten) bis zum Recycling. Rund 70% bis 80% des gesamten Ausstoßes (je nach Definition und Unternehmen) fallen bei Automobilherstellern derzeit während der Fahrzeugnutzungsphase an (siehe auch nachfolgende Grafik). Der Löwenanteil hiervon geht auf das Konto der Emissionen im Fahrbetrieb, welche auch als „Tank-To-Wheel“ („vom Tank bis zum Rad“) bezeichnet werden. Darüber hinaus sind in der Nutzungsphase noch die sogenannten „Well-to-Tank“-Emissionen („von der Quelle bis zum Tank“) zu beachten, die bei der Erzeugung und Bereitstellung der Antriebsenergie (Kraftstoff/Strom) entstehen und deren Ausstoßanteil im Lebenszyklus knapp im zweistelligen Prozentbereich liegt. Maßgeblich ist mit Blick auf die Herstellungsphase vor allem der CO₂-Fußabdruck, der entlang der Lieferkette hinterlassen wird. Die Emissionen innerhalb eines Automobilunternehmens (u.a. Verbrennung fossiler Energieträger, Strom-/Wärmeverbrauch) fallen dagegen vergleichsweise wenig ins Gewicht. Dies gilt auch für den Ausstoß im Rahmen der Logistik und der Recyclingphase.

Größter Hebel im Fahrbetrieb

Durch die Elektrifizierung des Antriebsstrangs wird auf eine Minderung der während der Nutzungsphase anfallenden Emissionen abgezielt. Vollelektrische Fahrzeuge sind hinsichtlich des „Tank-To-Wheel“-Ausstoßes emissionsfrei. Mit Blick auf die „Well-To-Tank“-Einordnung ist die Stromherkunft entscheidend. Sollte die verwendete Energie vollständig aus erneuerbaren Quellen stammen, steht theoretisch auch hier eine Null in der CO₂-Statistik zu Buche. Allerdings dürfte dies in der Praxis nur selten der Fall sein. Zu Vergleichszwecken unterstellt man daher in der Regel den durchschnittlichen Strommix der Region, in welcher geladen wird. Während dieser in China weiterhin stark von fossilen und damit

CO₂-intensiven Energieträgern (insbesondere Kohle) dominiert wird, dürfte Europa bereits zeitnah zu einem nahezu hälftigen Anteil von erneuerbaren Ressourcen tendieren. Der Klimavorteil eines E-Autos in der Nutzungsphase ist somit auch stark von den regionalen Gegebenheiten – sowie individuellen Möglichkeiten wie „Home-Charging“ mit Solarstrom – abhängig.

Lebenszyklusbetrachtung: Nutzungsphase entscheidend, Lieferkette gewinnt an Bedeutung
MB Cars 2024: Aufteilung CO₂-Emissionen im Lebenszyklus



Quellen: Mercedes-Benz, DZ BANK

Lieferkette beim E-Auto entscheidend

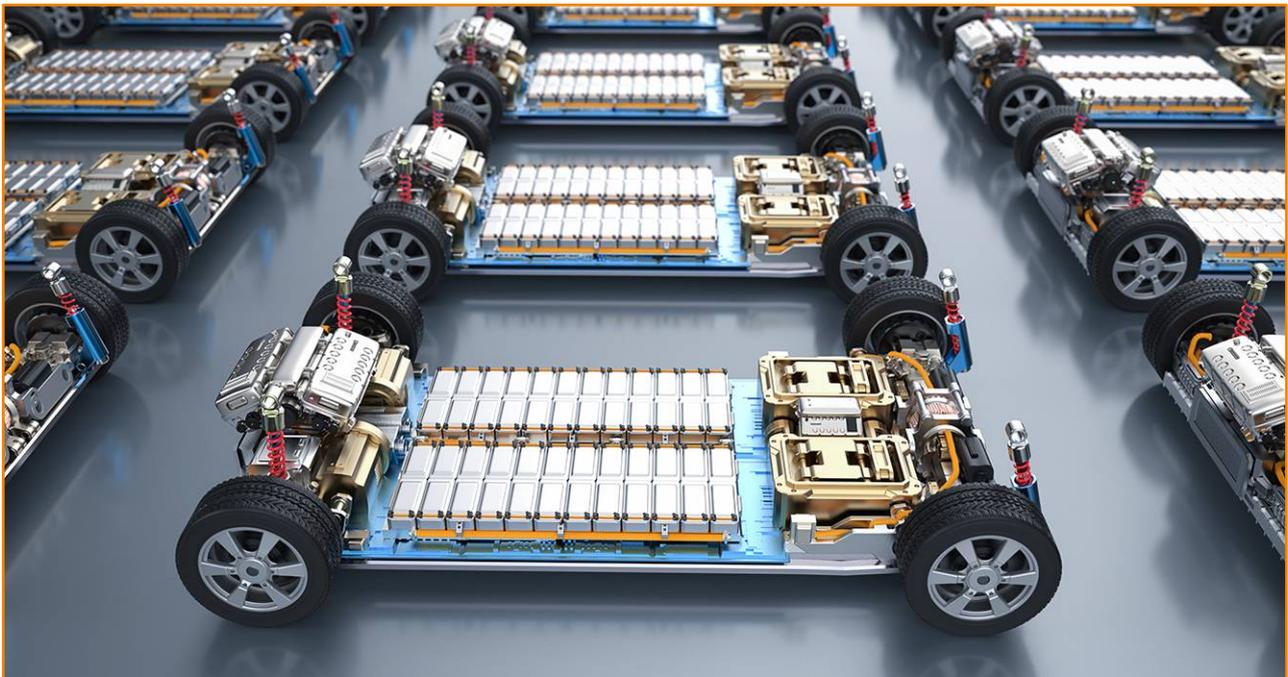
Mit einem zunehmenden E-Hochlauf wird zwar der größte „Emissionsblock“ in der Lebenszyklusbetrachtung adressiert, allerdings erfolgt hierdurch eine (Teil-)Verschiebung des Problems auf die Herstellungsphase beziehungsweise die Lieferkette. Hintergrund ist der energieintensive Herstellungsprozess (samt Rohstoffgewinnung) der Batterie. Diese stellt das Einzelbauteil eines E-Fahrzeugs mit dem höchsten CO₂-Fußabdruck dar und ist über den gesamten Lebenszyklus für rund ein Viertel der CO₂-Belastungen in der Gesamtrechnung verantwortlich. Die im Rahmen der Herstellungsphase entstehenden Emissionen bei einem Elektroauto fallen daher deutlich höher aus als bei einem konventionell betriebenen Fahrzeug. Nach Schätzungen des Fraunhofer-Instituts kann sich der „Aufschlag“ (in Abhängigkeit von der Energiequelle, Energieeffizienz der Produktion und der Batteriegröße) auf 60% bis 130% belaufen. Volkswagen hat beispielsweise im jüngsten Geschäftsbericht die im Rahmen der Produktion (inkl. Logistik) des ID.4 entstehenden CO₂-Emissionen auf knapp 20 Tonnen CO₂-Äquivalent (CO₂e) beziffert, während der Wert sowohl für die Diesel- als auch die Benzinvariante eines vergleichbaren Tiguan mit nur etwa 10 Tonnen CO₂e angegeben wurde.

Die Zeit spielt dem E-Auto in die Karten

Somit steht in der Gesamtbetrachtung für E-Fahrzeuge ein anfänglicher Malus in der Fertigung zu Buche, der allerdings durch die Vorteile im Fahrbetrieb mit zunehmender Nutzungsdauer abgetragen wird. Die Frage ist lediglich, wann, und wenig überraschend lautet die Antwort: Es kommt darauf an. In einer der jüngsten Vergleichsstudien zu Lebenszyklusemissionen gelangt der International Council on Clean Transportation (ICCT) zu dem Schluss, dass der „Wendepunkt“ in der EU mitunter schon bei einer Fahrleistung von 17.000 Kilometern erreicht werden kann und dass ein vollelektrisch betriebenes Fahrzeug über die gesamte Lebensdauer über 70% weniger CO₂ ausstößt als ein reines Verbrenner-Pendant. Die Analyse bezieht auch Hybridvarianten (sowie Brennstoffzellen- und mit Biogas betriebene Fahrzeuge) in den Vergleich mit ein und attestiert diesen ebenfalls relative Vorteile, allerdings sichtbar geringer als bei reinen E-Autos. Sicherlich sind die Ergebnisse abhängig von der unterstellten Entwicklung einzelner Parameter im Zeitablauf. So hat die (nachvollziehbare) Annahme eines zunehmend „grüneren“ Stromanteils in der EU eine entsprechend positive Wirkung auf die Klimabilanz von E-Fahrzeugen in der Nutzungsphase. Blicke der Energiemix konstant und wird für weitere Faktoren ebenfalls eine „ungünstigere“ Entwicklung unterstellt, würde die Emissionsgesamtrechnung laut ICCT für E-Autos in der EU immer noch mehr als 50% geringer ausfallen. Angesichts der hohen Bedeutung des Strom-Inputs – insbesondere für das Laden, aber auch in den Produktionsprozessen – kann die Lebenszyklusanalyse auch regional variierende Ergebnisse hervorbringen. Während für die USA (derzeit) in etwa vergleichbare Rahmenbedingungen zu ähnlichen Schlussfolgerungen führen, sind die Emissionsvorteile von E-Fahrzeugen beispielsweise in China oder Indien – obgleich weiterhin vorhanden – deutlich geringer ausgeprägt.

Auf langer Strecke unschlagbar

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Rennen um möglichst geringe CO₂-Lebenszyklusemissionen am Ende klar von batterieelektrischen Fahrzeugen gewonnen wird. Anfängliche Startschwierigkeiten können im Zeitablauf mehr als ausgeglichen werden. Wann der Überholvorgang abgeschlossen ist und wie deutlich der Vorsprung im Ziel ausfällt, hängt von unterschiedlichen Rahmenbedingungen – insbesondere den Strombezugsquellen – ab. Während das Optimierungspotenzial bei konventionellen Antrieben begrenzt sein dürfte, sollte die Bilanz der E-Autos von einem sukzessiven Umstieg auf erneuerbare Energien und weiteren Fortschritten in der Batteriefertigung profitieren.



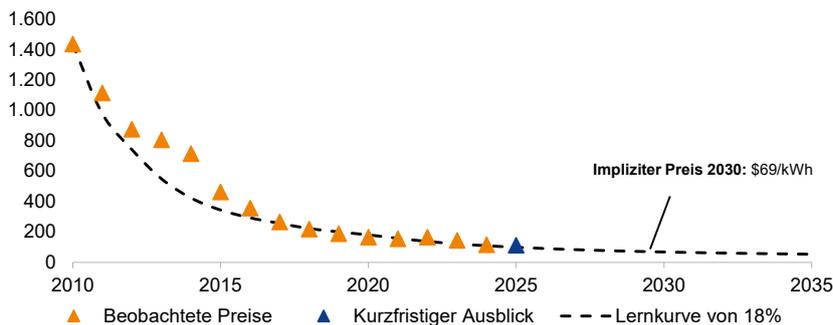
Batterietechnik – Die Chemie muss stimmen Wann kommt die Superbatterie?

Matthias Volkert, Analyst

Obwohl die Kosten für Autobatterien in den letzten Jahren kontinuierlich sanken, bleibt der Energiespeicher der größte Kostenblock im Elektrofahrzeug. Damit steigt die Attraktivität, an neuen Batterietechnologien zu forschen, um zusammen mit Skaleneffekten die Preise zu senken. Schließlich bestehen erhebliche Abhängigkeiten von Vorprodukten, die es zu verringern gilt, damit Autohersteller weltweit wettbewerbsfähig sind.

Mit dem Einzug der Elektromobilität in den Antriebsmix der Autobauer haben Fragen rund um die Batterietechnologie mittlerweile einen hohen Stellenwert. Denn bei Fahrzeugen mit einem rein elektrischen Antriebsstrang stellt die Antriebsbatterie den mit Abstand komplexesten und zudem mit einem Anteil an den Fahrzeugproduktionskosten von über 30% teuersten Teil eines PKW dar. Gerade um einen gleichen Preis zu den bisherigen Verbrenner-Fahrzeugen zu erhalten, sind die Einstandskosten pro verbauter Kilowattstunde (kWh) von zentraler Bedeutung. Spätestens 2030, bei einem Batteriepreis von deutlich unter 100 US-Dollar pro kWh (siehe Grafik), sollte unseres Erachtens dieser auch als Preisparität bezeichnete Punkt erreicht sein. Damit entfielen ein wichtiges Gegenargument der Kritiker, die den hohen Preis von Elektrofahrzeugen (BEV – Battery Electric Vehicle) ins Feld führen.

Preisrückgang bei Batterien weiter intakt
 Batteriepreis pro kWh



Quellen: BNEF, DZ BANK

In der Batterietechnologie gab es in den letzten Jahrzehnten wertvolle Weiterentwicklungen, die positiv auf Nachhaltigkeit, Energiedichte und Sicherheit einzahlen. Neben der seit den 2000er-Jahren in der Fahrzeugindustrie verwendeten Lithium-Ionen-Batterie (LI-ION) kommt bei den Fahrzeugherstellern zunehmend die Lithium-Eisenphosphat-Batterie (LFP) zur Anwendung. Während die LI-ION über eine höhere Energiedichte (und damit über eine in der Regel höhere Reichweite pro Ladung) verfügt, ist die LFP-Batterie für ein hohes Maß an Sicherheit bekannt. Dies liegt an der chemischen Bindung im Eisenphosphat mit einer geringeren Reaktionsfreudigkeit.

Unterschiedliche Batterietypen im Überblick

Batterietyp	Eigenschaften	Vorteile	Nachteile
LI-Ionen	Energiedichte bis 250 Wh/kg, über 1.000 Ladezyklen	Hohe Reichweite, ausgereifte Technologie	Brand-/Explosionsgefahr, hohe Abhängigkeit von Kobalt/Nickel
LFP (Lithium-Eisenphosphat)	Energiedichte bis 160 Wh/kg, über 2.000 Ladezyklen	Sehr sicher, lange Lebensdauer, weniger teure Rohstoffe	Niedrigere Energiedichte, weniger Reichweite, höheres Gewicht
Semi Feststoff	Energiedichte ab 200 Wh/kg, über 2.000 Ladezyklen	Höhere Energiedichte, bessere Sicherheit	Als Brückentechnologie noch wenig Praxiserfahrungen
Feststoff	Energiedichte ab 300 Wh/kg, über 5.000 Ladezyklen	Sehr hohe Energiedichte, sehr sicher, lange Lebensdauer	Noch keine Marktreife, technische Herausforderungen (Leitfähigkeit, Temperatur), hohe Produktionskosten

Quellen: VDE, DZ BANK

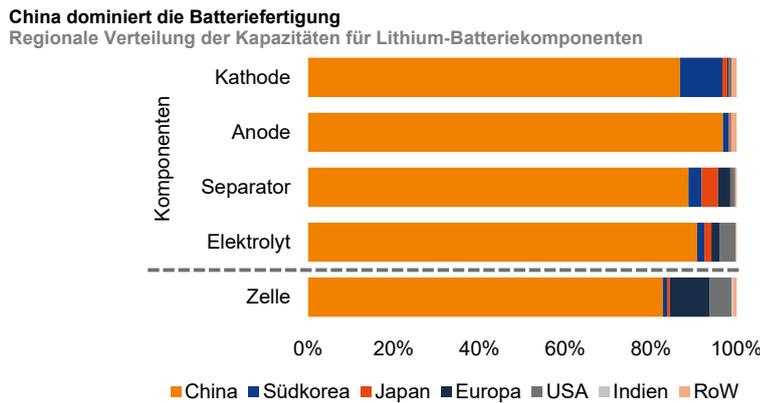
Die Feststoffbatterie – Lösung aller Probleme?

Wichtige Vorstöße gab es zuletzt auch in der Entwicklung der Feststoffbatterien (All-Solid-State-Batterie). Dabei werden die Elektrolyte in fester statt in flüssiger Form gebunden. Ziele sind neben einem niedrigeren Brandrisiko eine nochmals höhere Energiedichte gegenüber den LI-ION-Batterien sowie eine längere Lebensdauer als bei bisherigen Akkumulatoren. Damit wären dann auch größere Reichweiten bei Fahrzeugen möglich – ein viel zitiertes und wichtiges Kriterium, um dem Elektroauto zu höherer Akzeptanz zu verhelfen. Angesichts der Herausforderungen in der Entwicklung (aufwendige Produktion mit entsprechend hohen Kosten pro Einheit) ist eine Breitenanwendung für die Fahrzeugindustrie aus unserer Sicht jedoch zu wettbewerbsfähigen Preisen erst mittelfristig – 2030 – zu erwarten. In China dagegen ist die Entwicklung von sogenannten Semi-Feststoffbatterien, die noch über einen Teil an liquiden Elektrolyten verfügen und damit eine Brückentechnologie verfolgen, vorangeschritten. Wir erwarten weltweit eine fortschreitende Entwicklung dieser Batterieart, die jedoch in erster Linie wegen der höheren Herstellungskosten lediglich in leistungsstarken Premiumfahrzeugen Verwendung finden sollte.

Möglicherweise bedarf es gar nicht der „Superbatterie“ mit dem erklärten Schwerpunkt auf Reichweite. So ist die bereits früher einsetzende Akzeptanz der Chinesen gegenüber Elektroautos nicht von der Reichweite abhängig gewesen. Sehr viele Fahrzeuge besitzen Akkus mit einem technischen Aktionsradius von lediglich rund 100 Kilometern. Somit sind auch andere Prioritäten wie der Preis und das Schonen von Ressourcen in die Wahl der „richtigen“ Batterie einzubeziehen. Damit erscheinen alle genannten Batteriefamilien, sei es der LI-Ionen Akku, die Batterie auf Basis Lithium-Eisenphosphat oder aber die Feststoffbatterie, je nach Verwendungszweck und „Geldbeutel“ für die nächsten Jahre ihre Berechtigung zu besitzen und sollten je nach Schwerpunkt in unterschiedlichen Modellgruppen eingebaut werden.

Abhängigkeiten reduzieren!

Für die notwendigen Fertigungskapazitäten setzen die deutschen Autobauer sowohl auf Gemeinschaftsunternehmen als auch auf Partnerschaften unter anderem mit den Batteriespezialisten Samsung SDI, LG Chem und CATL. Zudem ist der Aufbau einer Fertigung unter dem Dach europäischer OEMs geplant. Ziel ist es, unabhängiger von Drittherstellern zu werden, die Wertschöpfung im Inland zu erhöhen und damit die Lieferketten zu sichern. Eine Herausforderung ist – neben der industriellen Fertigung – die stabile Versorgung mit wesentlichen Rohstoffen für die Batterieherstellung. So dominiert die Volksrepublik China die Verarbeitung, Raffinierung und den globalen Marktzugang dieser Rohstoffe (darunter Kobalt, Lithium, Nickel, Graphit sowie seltene Erden) – infolge einer zentral gesteuerten und strategisch geplanten Industriepolitik. Demnach verarbeitete China 2023 rund 65% des weltweiten Lithium- sowie fast 75% des Kobaltbedarfs weiter. Zudem wurden dort 80% des Graphitbedarfs gefördert. Ziel der deutschen Autobauer muss daher eine möglichst breite Zuliefererpalette mit langfristigen Lieferverträgen sein. Daher sollte ein Augenmerk darauf verwendet werden, auch Lieferverträge außerhalb des Einflussbereichs von China zu schließen.



Quellen: BNEF, DZ BANK

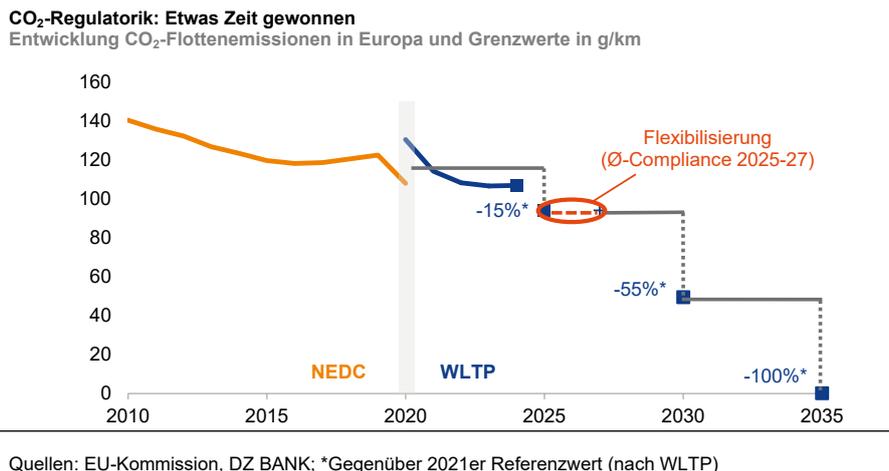


Abschwächung der CO₂-Vorgaben in der Diskussion Transformation der Mobilität verläuft schleppender als erwartet

Michael Punzet, Analyst

Mit Blick auf den langsamer als erwarteten Hochlauf der E-Mobilität hat die EU-Kommission die Vorgaben für die Einhaltung der ab diesem Jahr geltenden Flottenemissionen flexibilisiert. Demnach müssen die Hersteller den ab 2025 geltenden Grenzwert nun im Durchschnitt der Jahre 2025 bis 2027 einhalten. Zudem soll die Überprüfung des faktischen „Verbrenner-Verbots“ ab 2035 bereits 2025 statt wie ursprünglich geplant 2026 erfolgen.

Bereits 2019 wurden strengere CO₂-Flottenemissionen in Europa beschlossen. Hintergrund war unter anderem, dass laut einer Studie der Europäischen Umweltagentur der Verkehrssektor für rund 70% der CO₂-Emissionen in der EU verantwortlich war. 2021 wurde dann festgelegt, dass im Vergleich zu dem Referenzwert des Jahres 2021 (rund 95g CO₂/km) die CO₂-Flottenemissionen bis zum Jahr 2025 um 15%, bis 2030 um 55% und ab dem Jahr 2035 um 100% reduziert werden sollen. Insbesondere die Zielsetzung für das Jahr 2035 bedeutet faktisch ein Verkaufsverbot für Fahrzeuge mit einem Verbrennungsmotor. Diese Zielsetzung basiert auf dem alten Berechnungsverfahren NEFZ/NEDC (Neuer Europäischer Fahrzyklus/New European Driving Cycle), das bis 2021 sukzessive durch das neue Messverfahren WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure – *weltweit einheitliches Leichtfahrzeuge-Testverfahren*) ersetzt wurde. Die Zielvorgaben wurden entsprechend individuell für die einzelnen Hersteller angepasst. Bei einem Überschreiten der spezifischen Flottengrenzwerte werden die betroffenen Unternehmen mit Strafzahlungen belegt – 95 Euro pro Gramm Überschreitung je in Europa verkauftem Fahrzeug des Herstellers.



Während in der Vergangenheit die CO₂-Emissionen durch eine verbesserte Effizienz der Motoren (Verbrauchssenkung) beziehungsweise der Fahrzeuge (Gewichtsreduktion, verbesserte Aerodynamik) gesenkt wurden, lassen sich die strengeren Grenzwerte ab 2025 nur durch eine stärkere Elektrifizierung der Fahrzeugflotten erreichen.

Elektrifizierung gewinnt an Dynamik

Nachdem der Hochlauf der E-Mobilität in den meisten europäischen Ländern in den letzten Jahren schleppender als erwartet verlief, ist seit Jahresbeginn eine deutlich höhere Dynamik zu verzeichnen. So stieg der Anteil rein batterieelektrischer Fahrzeuge an den Neuzulassungen in Europa im ersten Halbjahr 2025 laut den Zulassungszahlen des Verbands der europäischen Autohersteller (ACEA) im Vergleich zum Vorjahr von 13,9% auf 17,5%, der von Plug-in-Hybriden von 7,1% auf 8,7% und der sonstiger Hybridfahrzeuge von 29,9% auf 35,0%. Dementsprechend erhöhte sich der Anteil der „elektrifizierten“ Fahrzeuge von 50,8% auf 61,1%.

Diese Entwicklung führen wir primär darauf zurück, dass die Hersteller mit Blick auf die ab 2025 geltenden strengeren CO₂-Grenzwerte einerseits ihre Angebotspalette ausgebaut und andererseits versucht haben, den Absatz der elektrifizierten Fahrzeuge in das Jahr 2025 zu verlagern. Zudem ist eine Annäherung der Preise von Verbrennern und E-Autos zu beobachten. Erklären lässt sich dies unter anderem durch positive Skaleneffekte aufgrund höherer Produktionszahlen sowie Effizienzsteigerungen. Zudem dürfte es im Interesse der Hersteller liegen, die Preisdifferenz bewusst zu reduzieren. So hat VW eine Anhebung der Preise für fast alle Verbrenner-Modelle angekündigt, während die vollelektrischen ID-Modelle hiervon nicht betroffen sein werden. Auch in den kommenden Jahren rechnen wir mit einer weiteren Annäherung der Preise. Bei der Preiskalkulation auf Markenebene sollte jedoch berücksichtigt werden, dass ein gesteigerter Absatz von elektrifizierten Fahrzeugen den Konzernen helfen kann, mögliche Strafzahlungen zu vermeiden. Dies sollte bei der Bewertung der Auswirkungen auf die Profitabilität der Konzerne berücksichtigt werden.

Unterschiedliche Entwicklung in Europa stark von Rahmendaten beeinflusst

Für den Hochlauf der E-Mobilität von erheblicher Bedeutung sind neben dem Modellangebot auch externe Faktoren wie Strompreise, Ladeinfrastruktur sowie Fördermaßnahmen. Die unterschiedliche Ausgestaltung der Rahmendaten zeigt sich bei der Betrachtung der sehr unterschiedlichen Penetrationsraten der einzelnen europäischen Länder. So lag der Zulassungsanteil reiner E-Fahrzeuge in Norwegen im ersten Halbjahr 2025 bei 93,7% (plus 8,8 Prozentpunkte im Vergleich zum ersten Halbjahr 2024) und in Dänemark bei 63,8% (plus 18,8 Prozentpunkte), während dieser in Kroatien nur bei 0,9% (minus 1,1 Prozentpunkte) lag. Betrachtet man die fünf größten Absatzmärkte in Europa, auf die rund die Hälfte aller Fahrzeugverkäufe entfällt, variiert die Quote zwischen 5,2% (Italien) und 21,6% (Großbritannien). In Deutschland belief sich der Zulassungsanteil im ersten Halbjahr 2025 auf 17,7%, was einem Zuwachs um 5,2 Prozentpunkte im Jahresvergleich entspricht. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass der E-Anteil bei gewerblichen Kunden höher liegt als bei privaten Käufern. Zwar ist dies auch bei Verbrenner-Fahrzeugen der Fall, aber in puncto E-Mobilität ausgeprägter. Dies führen wir neben dem höheren Preisniveau bei E-Fahrzeugen auch darauf zurück, dass insbesondere größere Firmen Vorgaben für die Flottenmissionen des Fuhrparks erfüllen müssen und daher verstärkt elektrifizierte Fahrzeuge nachfragen.

EU-Kommission flexibilisiert Grenzwerte und zieht Überprüfung des faktischen Verbrenner-Verbots vor

Vor dem Hintergrund der langsamer als erwartet verlaufenen Transformation hat die EU-Kommission Anfang Mai 2025 die Vorgaben für die Automobilkonzerne gelockert. Demnach wird die Überprüfung der Zielerreichung in den Jahren

2025 bis 2027 nicht auf Jahresebene, sondern auf Basis eines Dreijahresdurchschnitts erfolgen. Dies bedeutet, dass die Hersteller beispielsweise Überschreitungen des Flottengrenzwertes 2025 mit Unterschreitungen in den Jahren 2026 beziehungsweise 2027 ausgleichen können. Zudem soll die ursprünglich für 2026 geplante Überprüfung des faktischen Verbrenner-Aus ab 2035 bereits 2025 vorgenommen werden, allerdings ohne dass hierfür (bisher) ein genauer Termin genannt wurde.

10-Punkte-Plan des VDA

Hierzu hat der Verband der Automobilindustrie (VDA) mittlerweile einen 10-Punkte-Plan veröffentlicht. Demnach spricht sich der Verband für eine Reduktion der Emissionen um 90% statt 100% im Vergleich zu 2021 aus. Dabei sollen nicht nur reine E-Autos, sondern auch erneuerbare Kraftstoffe bei der Reduzierung der Flottenemissionen berücksichtigt werden. Außerdem befürwortet der VDA eine stärkere Berücksichtigung von Plug-in-Hybriden zur Berechnung der Flottenemissionen. Bei der Ermittlung der Zielerreichung plädiert der Verband auch hinsichtlich der kommenden Verschärfungen für eine Übergangsfrist, ähnlich den beschlossenen Änderungen für das Jahr 2025.

Verlässlichkeit und Einigkeit sind das A und O

Wir gehen davon aus, dass trotz der aktuellen Diskussion über eine Abschwächung der Grenzwerte der europäischen Flottenemissionen beziehungsweise des faktischen Verbrenner-Aus ab 2035 der Anteil von vollelektrischen Fahrzeugen an den Zulassungszahlen weiter sukzessive steigen wird. Dies ist unter anderem auf die angekündigten Erweiterungen der Modellpaletten der Hersteller zurückzuführen. Aus unserer Sicht müsste dieser Trend dadurch unterstützt werden, dass sowohl die Politik als auch die Regulatorik hinsichtlich des Transformationspfades Verlässlichkeit, Überzeugung und Einigkeit auf europäischer Ebene ausstrahlen. Dies würde einerseits auf der Verbraucherseite das Vertrauen in die elektrische Antriebstechnologie stärken und andererseits auf der Unternehmensseite für eine bessere Planbarkeit sorgen. Allerdings dürfte diese Entwicklung in den einzelnen Ländern weiterhin recht unterschiedlich verlaufen. Bei einer möglichen Überarbeitung der europäischen Flottengrenzwerte sollten realistische Zeitvorgaben implementiert und damit stärker der durchschnittliche Modelllebenszyklus von sechs bis acht Jahren berücksichtigt werden. Zudem könnte eine Umstellung der bisherigen Stufensystematik bei den EU-Flottenemissionen (bisher: Fünfjahreszeiträume) auf jährliche Minderungsraten eine sukzessive und damit „sanftere“ Anpassung des Fahrzeugangebots an die Nachfragegegebenheiten ermöglichen.



China im Elektrorausch E-Hochlauf und staatliche Einflussnahme

Matthias Volkert, Analyst

China ist seit über einer Dekade sowohl der weltgrößte Produktionsstandort als auch der größte Absatzmarkt für Automobile. Dass sich in den letzten Jahren in China auch immer mehr Verbraucher für die Anschaffung eines Elektroautos entschieden, ist in hohem Maße politisch motivierten Anreizen geschuldet. Den Vorteil des preislich attraktiven E-Auto-Erwerbs machen sich chinesische Hersteller mehr und mehr im Auslandsvertrieb zunutze.

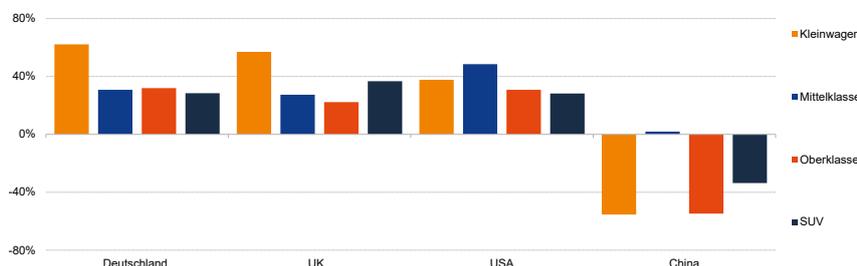
Der chinesische Automarkt hat in den letzten Jahren eine rasante Entwicklung genommen. Im Ergebnis handelt es sich seit mehr als einem Jahrzehnt ununterbrochen um den größten Automobilmarkt der Erde. Dies gilt sowohl für den Absatzmarkt als auch für den Produktionsstandort der Fahrzeuge – vor den USA und Europa. Wir wollen nachfolgend die Gründe für den Absatzerfolg aufzeigen. In den letzten Jahren war – ausgelöst durch Kaufanreize für die Verbraucher, niedrige Strompreise und staatlich flankierender Maßnahmen wie Subventionen für die Autoproduzenten – ein rasanter Anstieg bei den Zulassungszahlen von Fahrzeugen mit elektrischem Antriebsstrang zu beobachten. Während in Europa lediglich gut 20% der neu zugelassenen Fahrzeuge über einen Elektroantrieb (vollelektrisch und Plug-in-Hybridfahrzeug) verfügen, wurde in China im Jahr 2024 ein Anteil von Elektrofahrzeugen von über 50% der gesamten Inlandsauslieferungen verzeichnet. Der Absatzerfolg der elektrischen Fahrzeuge im „Reich der Mitte“ hat auch mit der strategischen Versorgung des Landes mit Vorprodukten für die Batterieherstellung zu tun. Bereits vor Jahren hat China begonnen, sich die notwendigen Komponenten (Kontrolle der gesamten Wertschöpfungskette, angefangen von der Gewinnung der Rohstoffe bis hin zur Verarbeitung, Recycling etc.) für eine Batterieproduktion zu sichern. Damit ermöglicht es den heimischen Autoproduzenten, Batterien als das teuerste Einzelteil eines NEV-Fahrzeugs (Modelle mit „alternativen“ Antriebssträngen) deutlich günstiger zu verbauen als die Wettbewerber aus Europa und den USA.

Warum ist der „Stromer“-Anteil in China so hoch?

Ein wesentliches Argument für chinesische Konsumenten, ein Elektroauto zu kaufen, ist neben den geringen Verbrauchskosten infolge der niedrigen Strompreise die preisliche Attraktivität. Während in Deutschland, Europa am Beispiel des Vereinigten Königreichs und in den USA im Referenzjahr 2024 (siehe Grafik) teilweise immense Aufschläge für vollelektrische Fahrzeuge im Vergleich zu identischen Modellen mit Verbrennungsmotor zu zahlen waren, konnten

vollelektrische Fahrzeuge in China zumeist mit einem deutlichen Preisvorteil erworben werden. Die Gründe hierfür sind vielschichtig und zu einem großen Teil politisch motiviert. So gibt es in China derzeit keine Kfz-Kaufsteuer auf Elektrofahrzeuge, während Verbrenner-Modelle einer 10%igen Abgabe auf den Kaufpreis unterliegen. In einigen Städten können Verbrenner-PKW zudem nicht sofort gekauft werden, sondern werden dem Interessenten „irgendwann“ zugelost – E-Fahrzeuge gibt es dagegen sofort. Zudem müssen Hersteller bestimmte Verkaufsquoten an NEV-Fahrzeugen vorweisen – bei hohen NEV-Verkäufen können gewährte „CO₂-Zertifikate“ veräußert werden, bei niedriger Quote müssen die Produzenten dagegen Strafzahlungen leisten. Damit entsteht eine Sogwirkung, Elektrofahrzeuge günstig anzubieten. Ein Teil der Unternehmensgewinne wird dann über die Verwertung dieser Verschmutzungszertifikate erzielt. Zudem dominiert China die Förderung von Vorprodukten und deren Aufbereitung bis hin zur Zellproduktion. Die damit einhergehenden Skaleneffekte ermöglichen Preisvorteile, welche die Autoproduzenten durch den zu beobachtenden hohen Wettbewerbsdruck an die Käufer weitergeben. Des Weiteren besteht in China der Trend, Batterien mit einer kostengünstigeren Chemie (LFP-Batterie) in elektrisch angetriebene Kompaktautos zu verbauen. Auch dies führt dazu, dass die Batteriepreise pro Fahrzeug in China schneller und deutlicher als in anderen Weltregionen gesunken sind.

Prämie BEV-Fahrzeuge im Vergleich zu Verbrennern pro Absatzgebiet im Jahr 2024
in %



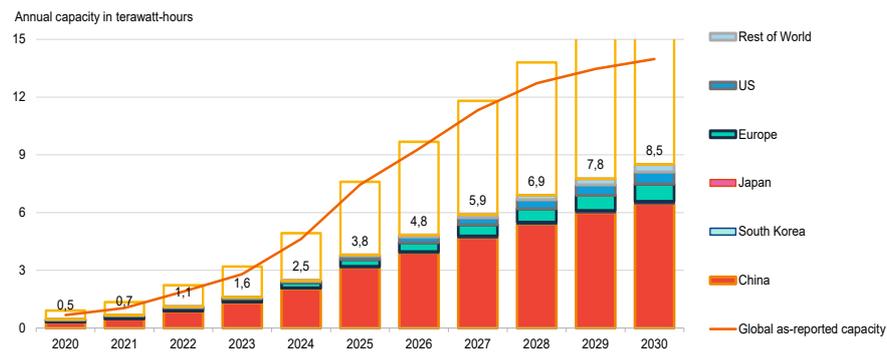
Quellen: BNEF, DZ BANK

Diese Entwicklung geht zulasten anderer, bislang am chinesischen Markt etablierter Autohersteller. Dazu gehören in erster Linie die europäischen Autokonzerne, aber auch die Hersteller aus Japan sowie den USA. Der Fokus auf Digitalisierung und Elektromobilität mit einem teilweise besseren Nutzererlebnis verschafft den heimischen Produzenten einen Vorteil in der Gunst des chinesischen Verbrauchers. Frühere Argumente für den Kauf eines deutschen oder US-Modells treten dagegen in den Hintergrund. Dazu zählten in der Vergangenheit das Prestige einer westlichen Automarke und das dazugehörige Image der „weitläufig westlichen Welt“. Heute scheint jedoch nicht mehr die hohe Ingenieurskunst das „Maß aller Dinge“ zu sein; im Mittelpunkt steht das Preis-Leistungs-Verhältnis bei annehmbaren Daten zu Reichweite und intelligenter Vernetzung der Fahrzeuge. Hinzu kommt ein verstärkter Stolz auf chinesische Produkte verbunden mit einer möglicherweise zunehmenden Ablehnung US-amerikanischer Produkte infolge des Zollstreits mit den USA.

Auch auf Überseemärkten erfolgreich

Fast nahtlos an diese Entwicklung fügt sich der Eintritt der chinesischen Autohersteller auf die Überseemärkte an. Wurden diese Hersteller hierzulande noch vor rund 15 Jahren ob der katastrophalen Crashtests belächelt, spielt dieser Makel beim jetzigen Marktauftritt kaum noch eine Rolle. Auch auf großen nationalen Märkten in Lateinamerika, beispielsweise Brasilien und Mexiko, erfreuen sich Fahrzeuge aus chinesischer Produktion großer Beliebtheit. Zum Erfolg tragen auch die kurzen Entwicklungszyklen der chinesischen Hersteller für deren Modelle bei – nicht zuletzt unter der konsequenten Anwendung von Künstlicher Intelligenz. Dagegen haben es die chinesischen Hersteller auf wesentlichen europäischen Märkten mit dem Absatz ihrer elektrischen China-Fahrzeuge noch schwer. Dazu zählen neben Schwierigkeiten mit lokalen Vertriebspartnern Handelshemmnisse, in Form von Strafzöllen. So hatte die EU für reine Elektrofahrzeuge „Made in China“ Zölle auferlegt, auf die die Fahrzeughersteller unterschiedlich reagierten. Einerseits werden zunehmend mehr Hybridfahrzeuge nach Europa exportiert, die in der EU nicht von den Zusatzzöllen betroffen sind. Andererseits planen chinesische Hersteller den Aufbau eigener Produktionskapazitäten in der EU beziehungsweise in Regionen, die zolltechnisch dem EU-Gebiet gleichgestellt sind.

Überkapazitäten bei der Batterieproduktion erfreuen die chinesischen Verbraucher Jährliche Produktionskapazität in Terrawatt/h



Quelle: BNEF

Unaufhaltsam!

Chinesische Fahrzeuge haben sich in den letzten Jahren am Heimatmarkt zunehmend gegenüber ausländischen Modellen „emanzipiert“. Nicht mehr die hohe Ingenieurskunst, sondern Autos mit gutem Preis-Leistungs-Verhältnis und moderner Vernetzung stehen hoch in der Gunst der chinesischen Verbraucher. Für den Erfolg sind nicht zuletzt politisch motivierte Anreize verantwortlich. Damit haben Elektrofahrzeuge einen Siegeszug im „Reich der Mitte“ angetreten. Gerade durch den strategisch hohen Einfluss bei Vorprodukten und hohe Skaleneffekte ist die Batterieproduktion ein wichtiges Element, um den Erfolg von Elektrofahrzeugen auch außerhalb Chinas „zu exportieren“. Im Ergebnis sollten selbst auf Europas Straßen bald mehr chinesische Fahrzeuge zu sehen sein.



Diogenes ist Technik-Optimist

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.

Das Thema „Auto“ ist so eines, bei dem jedermann – jeder Mann – mitreden kann. Diogenes nimmt sich da nicht aus, möchte aber gerne versuchen, dem Stammtischgespräch etwas Tiefgang zu verleihen. Philosophisch ist da leider nicht viel zu holen, und Diogenes ist dazu auch kein philosophisches Werk von Bedeutung bekannt. Er könnte ChatGPT bitten, einen Philosophen zu simulieren und eine entsprechende Abhandlung zu verfassen. Aber altmodisch, wie er ist, bemüht er lieber das eigene Hirn.

Als alter Grieche kann er sich aber eine Vorbemerkung nicht verkneifen: „Automobil“ heißt ja eigentlich „fährt selbst“ – von $\alpha\upsilon\tau\omicron$ = selbst. Da waren die Namensgeber ihrer Zeit wohl voraus.

Zum Thema Elektroauto streut er in das Männergespräch immer gerne ein paar Zweifel ein. Etwa dass heutige E-Autos eine Batterie mit sich herumschleppen, die nicht nur aus sehr seltenen und sehr giftigen Stoffen besteht, sondern auch so viel wiegt wie Diogenes' komplettes erstes Auto. Wie kann das wirtschaftlich und umweltfreundlich sein, wenn doch fast alle anderen Gerätschaften leichter und kleiner geworden sind? Radios, Plattenspieler und Tonbandgeräte – vor 50 Jahren noch schwere Kisten – sind zu körperlosen Apps im Smartphone mutiert. Ähnlich erging es Straßenkarten, Wörterbüchern, Enzyklopädien, Schallplattensammlungen und ganzen Bibliotheken.

Manchmal muss er aber auch gegen Zweifel anreden, zum Beispiel bei der Frage nach dem Strombedarf. Das Bundesumweltministerium sagt jedenfalls dazu, dass in Deutschland schon jetzt mehr Strom aus Erneuerbaren erzeugt wird, als für die komplette Elektrifizierung des Straßenverkehrs benötigt würde.

Das andere Reizthema „autonomes Fahren“ hat philosophisch einiges an Potenzial. Aber auch hier kann man mal einfach nur meckern. Zum Beispiel darüber, dass der Aufmerksamkeitsassistent einem ständig vorwirft, müde zu sein, und dass das Spurhaltesystem an der Lenkung zoppelt, als würde einem der Beifahrer ins Lenkrad greifen. Sie sehen, dass Diogenes mit selbstfahrenden Autos noch keine Erfahrungen gemacht hat.

Er versucht sich einmal vorzustellen, wie es in zwanzig Jahren auf den Straßen in Stadt und Land – abseits der Autobahnen – aussehen könnte: Da sieht er Oldtimer-Autos rappeln, ältliche Fahrer verwirrt in Kreuzungen stehen, Motorräder heulen, Laster parken in der zweiten Reihe, Pizzaboten schlängeln sich dazwischen durch, schwankende Erntemaschinen blockieren die ganze Straßenbreite, von fern hört man das Martinshorn eines Rettungswagens, Fußgänger nehmen den kürzesten Weg auf die andere Straßenseite, und Hunde, Katzen, Hasen und Rehe und Waschbären laufen, wo ihre Nase sie hinführt. Dazwischen auch nicht wenige selbstfahrende Autos, aber die bewegen sich sehr, sehr vorsichtig.

Optimisten meinen, man könne es den künstlichen Intelligenzen überlassen, zu lernen, sich in diesem Gewimmel sicher und schnell fortzubewegen. Diogenes ist da skeptisch. Er mag technologisch nicht ganz auf der Höhe sein, aber er ist immer noch der Meinung, dass Maschinen mit Komplexität nicht gut umgehen können. Sie sind gut darin, sich wiederholende und gut strukturierte Aufgaben in einer bekannten Umgebung zu lösen. Das ist sehr nützlich, weil das genau die Aufgaben sind, bei denen Menschen schnell die Lust und die Konzentration verlieren. Im Stau auf der Autobahn meterweise vorwärts kriechend würde Diogenes sich ohne Bedenken einem Computer anvertrauen.

Aber wenn das Maschinenhirn mit einer Situation konfrontiert wird, deren Lösung es noch nicht gelernt hat, dann lernt es auch nur durch Versuch und Irrtum. Das mag an der ein oder anderen Stelle tolerierbar sein, weil die Konsequenzen überschaubar bleiben. Aber im Straßenverkehr möchte man doch lieber nicht das Versuchskaninchen in diesem Lernprozess sein.

Es wäre alles wesentlich einfacher, wenn auf der Straße nur andere selbstfahrende Autos unterwegs wären. Unbelehrbare Selbstfahrer sowie sämtliche anderen möglichen, insbesondere menschlichen und tierischen Verkehrshindernisse müssten von der Fahrbahn ferngehalten werden. Am besten durch Zäune oder Mauern, wie heute schon bei manchen Bahnstrecken. Sind die selbstfahrenden Autos unter sich, dann wäre es optimal, wenn sie alle gleich denken und sich untereinander gut verstehen. Im Idealfall wären sie alle von einer einzigen Flotte, mit identischem Betriebssystem und kontrolliert vom größten Verkehrscomputer aller Zeiten. Dann würde man nicht nur sicher fahren, sondern es böten sich völlig neue technische und geschäftliche Möglichkeiten. Zum Beispiel könnte man Ampeln und Vorfahrtsregeln abschaffen – Vorfahrt hat, wer mehr zahlt.

Für Elon Musk wäre das ein Traum, für Diogenes ein Albtraum. Wie er der Fachpresse entnimmt, geht die Entwicklung zurzeit auch keineswegs in Richtung Vereinheitlichung oder gar Monopolisierung. Vielmehr kommen immer neue Systeme, neue Anbieter und neue Geschäftsmodelle auf den Markt. Und das ist gut so. Denn sowohl bei der Elektromobilität als auch beim autonomen Fahren sind wir noch weit von den bestmöglichen Lösungen entfernt. Das meint jedenfalls Diogenes, denn im Grunde ist er – bei allem Zweifel, den ein Philosoph ja von Berufs wegen haben muss – ein Technik-Optimist.

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.

Impressum

Herausgeber

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

Vertreten durch den Vorstand

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

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

Aufsicht

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

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

Verantwortlich für den Inhalt

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

Redaktionsschluss: 05. September 2025

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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:

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

II. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. 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 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.