



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Trump auf allen Kanälen

Donald Trump ist nun noch keine Woche im Amt und wenig überraschend sorgt er bereits rund um den Globus für ein eifriges Analysieren seiner Forderungen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen den teils erratischen Stellungnahmen zu allen möglichen Themen, die immer wieder für Verwirrung sorgen, und den tatsächlichen Beschlüssen. Trumps an Lateinamerika gerichtete Worte, wonach diese die USA brauchten, die USA aber nicht Lateinamerika, könnte er gegenüber den meisten anderen Währungsräumen wiederholen und damit seinen Anspruch „America first“ untermauern. Multilaterale Organisationen sind Trump grundsätzlich suspekt, er bevorzugt bilaterale Verhandlungen. Schon in den ersten Tagen haben sich die USA aus Organisationen wie der WHO und dem Weltklimaabkommen verabschiedet. Auch die Initiative der OECD für eine globale Mindestbesteuerung trägt Trump nicht mehr mit. Hier ist es schon positiv anzumerken, dass die USA noch nicht aus der Welthandelsorganisation (WTO) ausgetreten sind, wobei diese bei den angekündigten Zöllen nicht viel mehr als eine leere Hülle wäre.

Für den Devisenmarkt und unsere Währungspaare sind naturgemäß die Zölle, die Trump besonders liebt, von entscheidender Bedeutung. Auch wenn er bereits viele Zahlen und Termine genannt hat, fehlen (noch) konkrete Beschlüsse. Besonders drängend dürfte es für Kanada und Mexiko sein, denen er in seinen Stellungnahmen schon ab dem 1. Februar einen Zollsatz von 25% in Aussicht gestellt hat. Zölle zu diesem frühen Zeitpunkt würden die Finanzmärkte wohl auf einen falschen Fuß erwischen. Vermutlich dürfte Trump aber die bis zum 1. April anstehenden Berichte zu den Folgen der aktuellen Außenhandelspolitik der USA für Arbeitnehmer und Unternehmen abwarten wollen. Bis dahin können sich die Finanzmärkte noch der Illusion hingeben, dass auf deutliche Zölle verzichtet wird. Eigentlich sollte dabei vor allem China im Blickpunkt stehen, zuletzt meinte Trump jedoch, er bevorzuge es keine Zölle gegenüber China zu erheben. Diese seien aber ein mächtiges Werkzeug. Insgesamt dürfte für Europa und die übrige Welt dieses Jahr jedoch nicht ohne neue Zölle zu Ende gehen. Seinen Auftritt bei dem Weltwirtschaftsforum nutzte Trump, um alle Unternehmen dazu aufzurufen in den USA zu produzieren, andernfalls müssten Zölle gezahlt werden. Zudem sollten Ölproduzenten wie Saudi-Arabien mehr Öl fördern und damit für niedrigere Energiepreise sorgen. Ob dies seinen Unterstützern aus der US-Ölindustrie gefällt, darf bezweifelt werden.

Die meisten Länder haben schon Gegenzölle als Reaktion auf Zölle der USA angekündigt. Wenn die erste Amtszeit von Trump ein Muster sein kann, sollte sich hieraus aber kein Teufelskreis aus sich gegenseitig aufschaukelnden Abgabenerhöhungen ergeben. Gleichwohl wird dieses Jahr eine große Herausforderung für die Politik insgesamt und die Geldpolitik im Besonderen werden.

Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
24.1.2025 11:37 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro leidet unter wirtschaftlichen und politischen Vorgaben	2
USA: Dollar im Aufwind Trumps	3
Japan: BoJ liefert wie bestellt und präsentiert sich ungewohnt hawkish	4
Großbritannien: Unsicherheit der bestimmende Faktor in Q1	5
Schweiz: Disinflationsdruck außer Kontrolle?	6
Australien & Neuseeland: RBA-Zinssenkung voraus!	8
Kanada: Politik mittelfristig ein bedeutsamer Einflussfaktor für den CAD	10
Skandinavien: Riksbank lockert erneut, signalisiert aber ein vorsichtigeres Vorgehen – Norwegens Leitzinswende wohl im März	11
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: Leitzinsausblicke im Fokus	14
Türkei & Südafrika: 250 Bp oder 25 Bp, Hauptsache Zinssenkungen	15
China: Galgenfrist für den Yuan	17
Brasilien & Mexiko: Trump ist da	19
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	22
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	25
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	26
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	27
I. IMPRESSUM	28

Editor:
Stefan Grothaus, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro leidet unter wirtschaftlichen und politischen Vorgaben

Dem Euro war wahrlich kein guter Start in das Jahr 2025 vergönnt. In den vergangenen Wochen hat er es lediglich geschafft, sich gegen den noch schwächeren Yen durchzusetzen. Gegenüber den restlichen G10-Währungen hatte er das Nachsehen. Kein Wunder: die Nachrichtenlage diesseits des Atlantiks ist alles andere als berauschend – und zwar insbesondere mit Blick auf das ehemalige wirtschaftliche Zugpferd Deutschland.

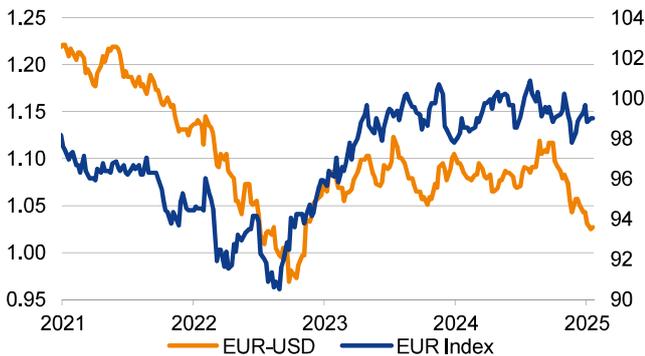
Die deutsche Wirtschaft dümpelt nun bereits seit zwei Jahren vor sich hin. Hoffnungen, dass eine Erholung des Konsums im Jahr 2024 positiv auf das Wachstum wirken würde, haben sich eindeutig nicht bewahrheitet. Die Wachstumsraten bleiben anämisch, die Sentiment Indikatoren deuten gen Süden und die Perspektiven für das Jahr 2025 haben sich mit der Wiederwahl Trumps erneut eingetrübt. Erschwerend hinzu kommt, dass die politische Lage mit enormen Unsicherheiten behaftet ist. Die Ampel-Regierung versank im Chaos, so dass die Ankündigung einer Neuwahl zunächst wie ein Befreiungsschlag wirkte. Hoffnungen auf einen echten Neuanfang haben sich jedoch schnell wieder zerschlagen, denn die Umfragewerte lassen erahnen, dass es auch nach der Wahl nicht einfacher wird. Dabei steht das Land vor enormen Herausforderungen, die nun da Trump erneut im Weißen Haus eingezogen ist, eher noch zunehmen werden. Ganz vorne an steht sicherlich der riesige Investitionsbedarf in den Bereichen Infrastruktur, Bildung, Wohnungsbau und Klimaschutz. In den kommenden 10 Jahren müssten hier schätzungsweise 600 Mrd. Euro investiert werden, was wiederum die Frage nach der Schuldenbremse aufwirft. Mit Trump rückt nun natürlich auch das Thema Außenhandel in den Vordergrund bzw. die Frage, wie die EU auf die zu erwartenden Zölle aus den USA reagieren wird. Gegenzölle dürften nicht ausbleiben, der damit jedoch unweigerlich einhergehende Inflationsschub limitiert allerdings den Handlungsspielraum erheblich.

Der Euro leidet unter der schlechten Nachrichtenlage diesseits des Atlantiks

Seit zwei Jahren dümpelt die deutsche Wirtschaft vor sich hin...

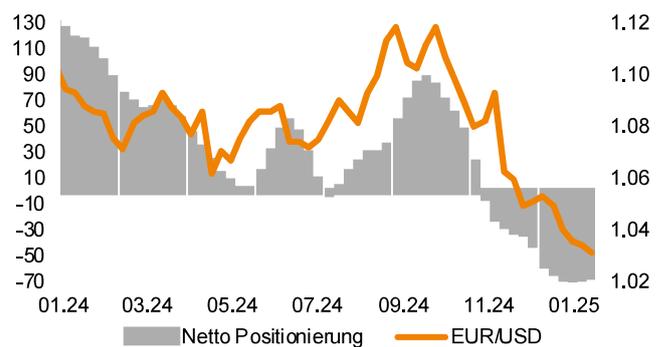
...und auch die politische Lage ist nicht dazu geeignet, Investoren mit Vertrauen zu erfüllen

Euro wertet ab – aber vor allem gegenüber dem USD
 LS: EUR-USD; RS: EUR Index



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Spekulative Positionierung: Signifikanter Short-Überhang
 RS: Spekulative EUR-USD Positionen (in `000); LS: EUR-USD



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Sowohl auf wirtschaftlicher als auch auf politischer Ebene sieht sich die Gemeinschaftswährung also beträchtlichem Gegenwind ausgesetzt. Dennoch ist es der Währung zuletzt gelungen an Boden gut zu machen, was vor allem der Tatsache geschuldet ist, dass Präsident Trump bislang davon abgesehen hat, konkrete Zölle auf Importe aus dem Ausland einzuführen. Zwar hatte er am Abend seiner Amtseinführung erneut seine diesbezüglichen Drohungen in Richtung Mexiko und Kanada

Wir gehen davon aus, dass EUR-USD in den kommenden Monaten unterhalb der Parität handeln wird

wiederholt, ein Dekret dazu hat er jedoch nicht unterschrieben. Und auch was China betrifft, gibt sich Trump (noch) zurückhaltend und sprach zuletzt sogar davon, dass ein Handelsstreit vielleicht vermieden werden könne. Dies hat EUR-USD Aufwind verschafft. Angesicht der Tatsache, dass sich am spekulativen Markt ein beträchtlicher Überhang an Short-Positionen aufgebaut hatte, ist durchaus vorstellbar, dass sich die Korrektur kurzfristig fortsetzt. Die fundamentalen Gegebenheiten sprechen jedoch mittelfristig eine klare Sprache und wir gehen weiterhin davon aus, dass EUR-USD in den kommenden 3-6 Monate auf und sogar unter die Parität wandern wird.

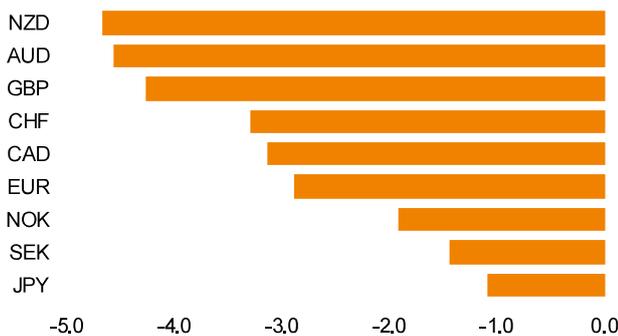
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

USA: Dollar im Aufwind Trumps

Während der Euro einen äußerst schwachen Start in das neue Jahr durchleiden musste, strotzte der Dollar geradezu vor Kraft. Die Wiederwahl Trumps und die damit einhergehenden Hoffnungen auf ein stärkeres Wachstum und weniger aggressive Leitzinssenkungen der Fed haben die Währung beflügelt. Dass der Dollar in den Tagen nach der Amtseinführung wieder etwas an Boden verloren hat, lag vor allem daran, dass die befürchtete Ankündigung sofortiger Importzölle ausblieb. Das Thema ist jedoch sicherlich nicht vom Tisch und wir halten an unserer Meinung fest, dass der Dollar in den kommenden Monaten weiteres Aufwertungspotenzial hat.

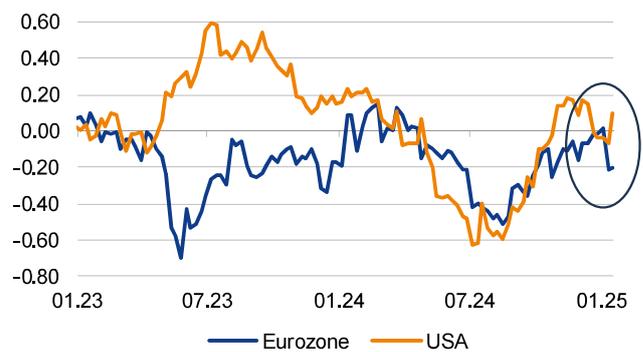
EUR-USD war eine kurze Korrektur vergönnt, sie dürfte jedoch nicht lange anhalten

Dollar profitiert seit der Wahl
% Veränderung vs. USD seit 6.11.2024



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

US-Wachstumsaussichten verbessern sich
Bloomberg Surprise Indizes



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Sicherlich wurde in den vergangenen Wochen und Monaten bereits vieles an guten Nachrichten für die USA eingepreist. Das Wachstum hat schon im vierten Quartal von der Wahl Trumps profitiert (was sich auch in den am 30. Januar zur Veröffentlichung anstehenden BIP-Daten widerspiegeln sollte), und dürfte auch in der ersten Jahreshälfte 2025 äußerst robust ausfallen. Eine strikte Einwanderungspolitik sollte den ohnehin schon engen Arbeitsmarkt weiter befeuern und über kurz oder lang werden Zölle für einen neuen Inflationsschub sorgen. In diesem Umfeld ist es kaum überraschend, dass die Fed sich zunächst in Zurückhaltung üben wird. Für die kommende Sitzung ist keine Zinssenkung erwartet und der Markt geht derzeit davon aus, dass es bis zum Sommer dauern könnte, bevor sich die Fed aus der Deckung

Das Wachstum (und die Inflation) dürfte zunehmen, was das Fenster für die Fed spätestens im Sommer schließen sollte

wagt. Unserer Ansicht nach ist es jedoch wahrscheinlicher, dass die Fed versuchen wird die Zinsen im Frühjahr weiter zu senken, bevor sich das Fenster spätestens im Sommer schließt. Mit dem von uns angepeilten Leitzins von dann 4% wäre die amerikanische Notenbank schließlich weiterhin restriktiv aufgestellt.

Für den Dollar spielt das genaue Ausmaß der letzten Zinssenkungen der Fed keine kritische Rolle mehr. Sicherlich hätte ein komplettes Auspreisen der verbleibenden Zinssenkungserwartungen das Potenzial ihn zu unterstützen, die Währung reagiert jedoch bei weitem nicht mehr so sensibel auf moderatere Schwankungen der Erwartungen. Der Grund hierfür ist ganz einfach die Tatsache, dass die Fed sich nahe dem Ende des Zinssenkungszyklus befindet und der Markt sich derzeit mehr auf die Politik Trumps fokussiert. Die Volatilität im Markt wird dadurch aber sicherlich nicht geringer!

Der Fokus verschiebt sich nun von der Fed auf Trump

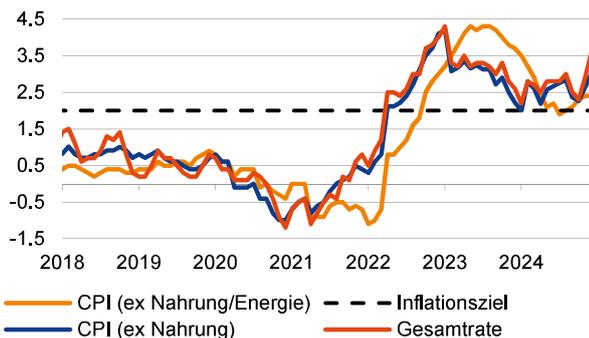
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Japan: BoJ liefert wie bestellt und präsentiert sich ungewohnt hawkish

Die Bank von Japan (BoJ) hat heute früh ihren Leitzins um 25 Bp auf 0,50% erhöht, ein Niveau, das wir zuletzt 2008 gesehen haben. Auch der mittelfristige Inflationserwartungsblick wurde (mit ausdrücklichem Hinweis auf anhaltenden Lohndruck) nach oben genommen. Die jüngsten Entwicklungen in den USA wurden zwar mit Blick auf die Zollgefahr als Risiko genannt, allerdings zeigte sich die BoJ sehr angetan von der robusten US-Konjunktur, von der sie sich offenbar Impulse für das eigene Land erhofft. Auch auf der Presskonferenz ließ BoJ-Chef Ueda keine Zweifel an der Entschlossenheit zu weiteren Zinsschritten: Sollten sich Wirtschaft und Inflation entwickeln wie erwartet, rechnet er mit Zinserhöhungen und der Anpassung des monetären Stimulus. Bemerkenswert ist, dass sich Ueda (anders als bei so vielen Gelegenheiten zuvor) nicht diverse Hintertürchen öffnet, mit denen er seine hawkishen Aussagen direkt wieder entschärft. Dennoch trauen die Finanzmärkte dem geldpolitischen Braten offenbar nicht so recht und reagieren derzeit noch mit angezogener Handbremse. Wir setzen weiterhin darauf, dass sich die monetäre Normalisierung in Japan fortsetzen wird und wir heute nicht den letzten Zinsschritt gesehen haben.

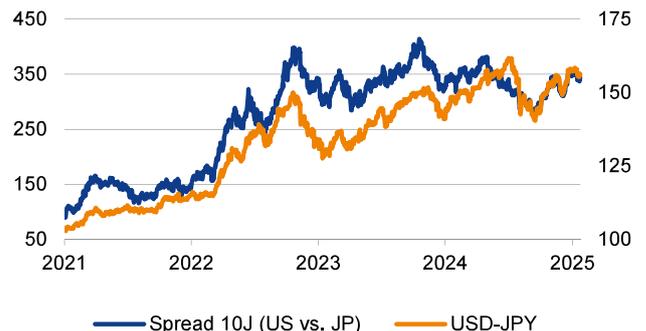
BoJ erhöht Leitzins auf höchstes Niveau seit 17 Jahren

Hartnäckiger Inflationsdruck bestätigt geldpolitischen Handlungsbedarf
Konsumentenpreise, in % J/J



Quelle: LSEG, DZ BANK

US-Rentenmarkt bleibt tonangebend für USD-JPY
Zinsdifferenz US vs. JP, 10J, in Bp (l. S.) und USD-JPY (r. S.)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Auch wenn die BoJ heute die Schlagzeilen beherrscht, wird über die große Richtung von USD-JPY letztlich am US-Rentenmarkt entschieden. In Japans Kapitalmarktlandschaft ist so viel los wie seit etlichen Jahren nicht mehr, und doch bleibt die JGB-Bewegung nur ein Bruchteil dessen, was sich bei den US-Treasuries abspielt. Erst war es die Inflationsangst, die die zehnjährigen US-Renditen seit Anfang Dezember um 65 Bp steigen ließ und USD-JPY von 150 JPY auf fast 159 JPY mit nach oben gezogen hat. Dann folgten die Erleichterung über den glimpflichen Amtsantritt Trumps und der Rückgang bis 4,53% bzw. 154,80 JPY. Die Korrelation von USD-JPY zum US-Rentenmarkt ist überproportional hoch, unter den von uns gecoverten Währungsräumen ist sie sogar mit Abstand die höchste. Um sich gegen diese Übermacht durchzusetzen, braucht der Yen schlagkräftige Argumente. Diese sehen wir im weiteren Jahresverlauf zum einen durch eine beherzt auftretende BoJ und zum anderen durch US-Kritik an der (vermeintlich) ungerechtfertigte Yen-Schwäche, bis hin zur Drohung mit dem Allheilmittel Strafzoll.

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

USD-JPY am Tropf des US-Rentenmarktes

Großbritannien: Unsicherheit der bestimmende Faktor in Q1

Sechs Monate nach dem Amtsantritt der Labour-Regierung scheint das Wirtschaftswachstum zum Stillstand gekommen zu sein, die Inflation liegt nach wie vor über dem Zielwert, und die Arbeitslosigkeit ist leicht angestiegen. Die Einkaufsmanagerindizes befinden sich seit Monaten im Sinkflug, und insgesamt erscheint ein guter Start ins Jahr 2025 unwahrscheinlich. Die im Juli 2024 aufgekommenen Hoffnungen auf eine bessere wirtschaftliche Entwicklung schwinden.

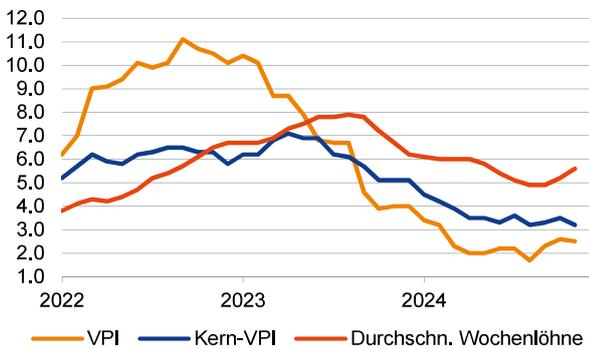
Die Wirtschaftspolitik der Labour-Regierung hat in den ersten sechs Monaten nicht viel Positives gebracht

In jüngster Zeit kam an den Gilt- und Devisenmärkten beträchtliche Sorge auf, dass der fiskalpolitische Spielraum, den die Schatzkanzlerin im Haushalt vom Oktober vorgesehen hatte, deutlich geringer ausfallen könnte. Die Schatzkanzlerin hat sich vorgenommen, dass laufende Ausgaben nicht durch Kreditaufnahme finanziert werden sollen. Zum Zeitpunkt der Haushaltsaufstellung verfügte sie über ein Sicherheitspolster von 9,9 Mrd. GBP – nach einer damals eher konservativen Schätzung. Seither ist das Wirtschaftswachstum jedoch zum Stillstand gekommen, was die Staatseinnahmen unter Druck setzt, und die Zinsen am Gilt-Markt sind – nicht zuletzt aufgrund des Einflusses aus den USA – angestiegen, was die Ausgaben für den Schuldendienst deutlich erhöht. Anfang Januar schien der Puffer komplett aufgebraucht zu sein, sodass die Schatzkanzlerin gezwungen sein könnte, die Steuern zu erhöhen oder die Ausgaben zu kürzen oder – was peinlich wäre – gegen ihre eigenen fiskalpolitischen Regeln zu verstoßen. Das Pfund Sterling wertete gegenüber dem Euro und insbesondere gegenüber dem US-Dollar ab; mit einem Kurs von 1,21 USD notiert es so schwach wie seit November 2023 nicht mehr. Da das Office for Budget Responsibility (OBR) sich erst am 26. März 2025 zum Haushaltsausblick äußern wird, muss die Schatzkanzlerin jetzt nicht panisch und unverzüglich eine politische Kurskorrektur einleiten. Angesichts des ausbleibenden BIP-Wachstums und der weiterhin über dem Durchschnitt der vergangenen Monate liegenden Gilt-Renditen werden im Schatzamt jedoch mit hoher Wahrscheinlichkeit bereits Notfallpläne ausgearbeitet.

Sorgen wegen der Haushaltslage belasten das Pfund Sterling

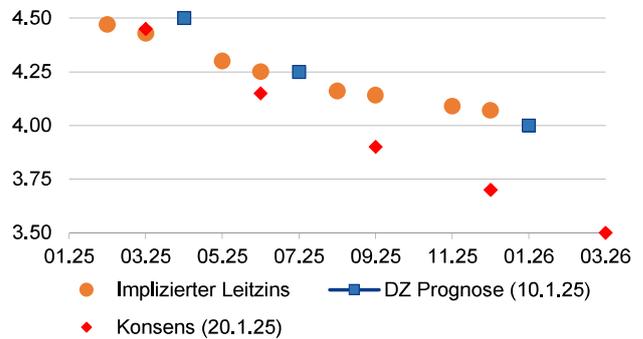
Bisher keine Panikreaktion der Schatzkanzlei

Inflation über dem Zielwert von 2%, Lohnwachstum für den Geschmack der Bank of England weiterhin zu hoch
% J/J



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Markt erwartet in diesem Jahr relativ langsame Zinssenkungen; Konsens der Volkswirte ist optimistischer
in %; in OIS-Sätzen implizierter Leitzins



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Zum Thema Bank of England (BoE) und Inflation ist zu sagen, dass die Inflation zwar kurzfristig unter den Zielwert von 2% fiel, in den vergangenen drei Monaten aber dauerhaft darüber lag. Sowohl die DZ BANK als auch andere Marktteilnehmer rechnen für 2025 mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von rund 2,5%, was klar über dem Zielwert liegt. Dementsprechend dürfte die BoE im Jahresverlauf nur begrenzt Spielraum für Zinssenkungen zur Konjunkturankurbelung haben. Derzeit sind die geldpolitischen Bedingungen restriktiv. Angesichts der hartnäckigen Inflation und des für den Geschmack der BoE weiterhin zu hohen Lohnwachstums sind jedoch zumindest derzeit lediglich begrenzte und langsame Lockerungsschritte zu rechtfertigen.

Die BoE kann sich nur kleine und langsame Zinsschritte zur Inflationsbekämpfung erlauben

Beim Pfund Sterling hat die jüngste Nervosität infolge der Sorgen um den fiskalpolitischen Spielraum gezeigt, auf wie tönernen Füßen die Währung steht. Auch die Marktstimmung hat sich – gemessen an den nicht-kommerziellen Netto-Futures-Positionen in GBP/USD – deutlich verändert: von einer Rekord-Long-Position direkt nach dem Labour-Wahlsieg zu einer nahezu ausgeglichenen Position. Ganz allmähliche Lockerungsschritte der BoE sollten den Wechselkurs stützen. Gegenüber einem insgesamt festen Dollar dürfte das Pfund Sterling jedoch kurzfristig in der Defensive bleiben. Der Euro dagegen wird vom politischen Druck (vor allem) in Frankreich und Deutschland in Mitleidenschaft gezogen, sodass der EUR gegenüber dem GBP schwächeln könnte.

Aussichten für das Pfund Sterling sind gegenüber dem Euro günstiger als gegenüber dem US-Dollar

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Disinflatonsdruck außer Kontrolle?

Auch zu Beginn des neuen Jahres bleibt die Schweiz nicht vor Meldungen über eine zu niedrige Teuerung verschont. Wer gerade seinen Winterurlaub in der Schweiz verbracht hat, wird sicher eher über die hohen Preise schimpfen - doch hohes Preisniveau und niedrige Inflationsraten sind unterschiedliche Dinge. Die Konsumentenpreise sind im Dezember nur noch um 0,6% (J/J) gestiegen und liegen damit seit Juni 2023 durchgehend unterhalb der SNB-Zielvorstellung von 2%. Die monatlichen Veränderungsdaten (M/M) lagen im Mai letztmals über der Nulllinie. Oder anders

Preisdruck lässt weiter nach

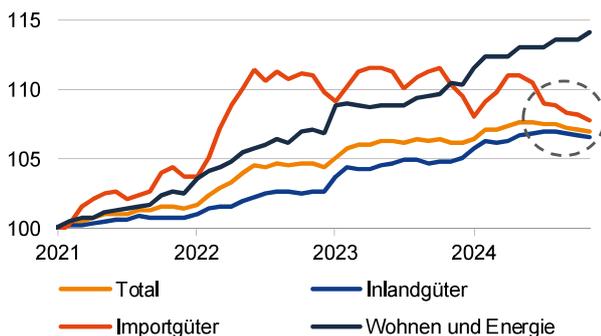
formuliert: Auch wenn die J/J-Rate noch im positiven Bereich ist, fallen die Preise seit Sommer - nicht zuletzt dank des starken Frankens.

Lange war es der Posten „Wohnen und Energie“, der die Inflation oben hielt. So hatte Strom aufgrund außerordentlicher Preiserhöhungen in den letzten Jahren 0,3-0,5 Prozentpunkte zur Inflation beigetragen. Für 2025 hat die Regulierungsbehörde eine Strompreissenkung um 10% angekündigt, was zu einem negativen Inflationsbeitrag von 0,2 Prozentpunkten führen dürfte. Auch beim Inflationstreiber Wohnen ist eine Wende absehbar: Mieten hatten im November 0,6 Prozentpunkte zur jährlichen Inflation beigetragen, was u.a. auch auf die SNB-Zinserhöhungen seit 2022 zurückzuführen ist, die den hypothekarischen Referenzzins nach oben steigen ließen. Die Senkungen seit März 2024 wiederum schlagen sich erst zeitverzögert auch im Referenzsatz nieder, was dann 2025 in den Inflationszahlen erkennbar sein sollte. Kurz gesagt: Wir erleben derzeit die letzten Ausläufer der Teuerungswelle und mit Blick auf 2025 bleiben nur noch wenige Komponenten, die den schweizerischen Warenkorb verteuern dürften. Auf der anderen Seite bleibt der starke Franken, der auch weiterhin zu importierter Deflation führt.

Wohnen und Energie noch mit positivem Inflationsbeitrag

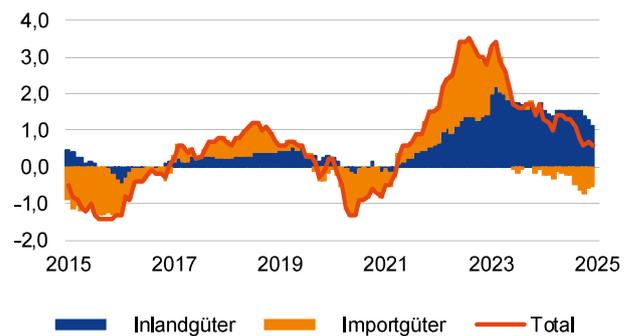
Wende bei den Preistreibern Strom und Mieten absehbar

Schon seit Sommer fallen in der Schweiz die Preise
Landesindex der Konsumentenpreise, Januar 2021=100



Quelle: Schweizer Bundesamt für Statistik BFS, DZ BANK

Deflation war schon immer ein importiertes Problem
CPI (J/J) in % und Wachstumsbeiträge in %-Punkten



Quelle: LSEG, DZ BANK

An den Lockerungsabsichten der Schweizerischen Notenbank dürften damit keine Zweifel bestehen. Der Markt preist inzwischen eine weitere Leitzinssenkung um 25 Bp für März vollständig ein und einen weiteren Schritt im Juni zu etwa zwei Dritteln. Während wir die erste Annahme teilen und damit ein SNB-Zinsniveau von 0,25% unterstellen, geht uns der zweite Schritt zu weit. Er würde die Rückkehr zur Nullzinspolitik bedeuten, was in der Vergangenheit zu unerwünschten Nebenwirkungen geführt hatte. Da wir eine zusätzliche geldpolitische Lockerung aber für geradezu unausweichlich halten, rechnen wir in diesem Jahr mit einer sehr viel aktiveren Währungspolitik als 2024 (sprich Interventionen gegen den starken Franken). Für eine scharfe Abwertung der Alpenwährung dürfte dies zwar nicht genügen, es sollte aber zumindest den unterschwelligen Aufwertungsdruck ausbremsen.

Rückkehr zur SNB-Nullzinspolitik – oder doch lieber Interventionen?

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Australien & Neuseeland: RBA-Zinssenkung voraus!

AUD-USD erreichte mit Notierungen unterhalb der Marke von 0,62 USD Mitte Januar den tiefsten Stand seit dem Beginn der COVID-19-Pandemie. Verantwortlich für die Fortsetzung des seit Anfang Oktober in Takt befindenden Abwärtstrends war dabei nicht nur die USD-Seite der Währungsmedaille, sondern auch inländische Treiber. So sorgten zunächst Anfang Dezember die schwächer als marktseitig erwarteten BIP-Daten für das dritte Quartal (vor allem der schwache private Konsum) dafür, dass die Geldmarktteilnehmer nun deutlichere Zinssenkungen erwarten. Und auch wenn die Reserve Bank of Australia (RBA) nach wie vor noch nicht ihren Zinssenkungszyklus begonnen hat, so war der Tenor bei der RBA-Sitzung im Dezember erstmals seit langem relativ „dovish“ („[...] das Risiko, dass die Inflation langsamer als prognostiziert wieder auf das Zielniveau zurückkehrt, ist gesunken und die Abwärtsrisiken für die Konjunktur gestiegen“).

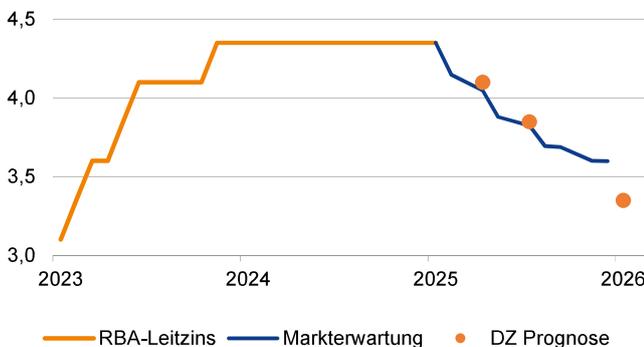
AUD-USD zuletzt auf niedrigstem Stand seit Beginn der COVID-19-Pandemie

Was die Inflation betrifft, so ist die Gesamtrate im November zwar leicht von 2,1 auf 2,3% (je J/J) angestiegen, allerdings war dies vor allem dem Auslaufen staatlicher Subventionen und somit Basiseffekten geschuldet. Aufatmen können die australischen Währungshüter trotzdem, denn die zugrundeliegende Inflation hat sich im November nach einem Rebound im Vormonat wieder abgeschwächt und liegt mit 3,2% (J/J) nun wieder nahe der oberen Schranke des RBA-Zielkorridors. Sollten die Dezember- bzw. Q4-Daten den Abwärtstrend der Kernrate bestätigen (und letztere sogar unterhalb der Projektionen der RBA-Stabsmitarbeiter liegen, was der Bloomberg-Konsens aktuell auch erwartet), wird die Einleitung des Zinssenkungszyklus bei der Zinsentscheidung Mitte Februar immer wahrscheinlicher. Währenddessen wirft die Robustheit des australischen Arbeitsmarktes nach wie vor Fragen auf: Die Kombination aus einer sich abschwächenden Konjunktur – die Wirtschaftsleistung ist nur wegen der hohen Staatsausgaben im dritten Quartal nicht geschrumpft –, rückläufigen Inflationszahlen und vor allem einem nachlassenden Lohndruck lassen zweifeln, ob die nicht-inflationäre, strukturelle Arbeitslosenquote (sprich die NAIRU, englische Abkürzung für *non-accelerating inflation rate of unemployment*) von der RBA nicht zu hoch geschätzt wird. 2019 schätzte die RBA diese „natürliche“ Arbeitslosenquote niedriger als zuvor ein, was sie letztendlich dazu veranlasste, ihren Leitzins zu senken.

Kerninflation zuletzt wieder rückläufig; robuster Arbeitsmarkt wirft Fragen auf

AU: Auf 12M-Sicht ist unsere RBA-Leitzinsprognose etwas aggressiver als die Markterwartung

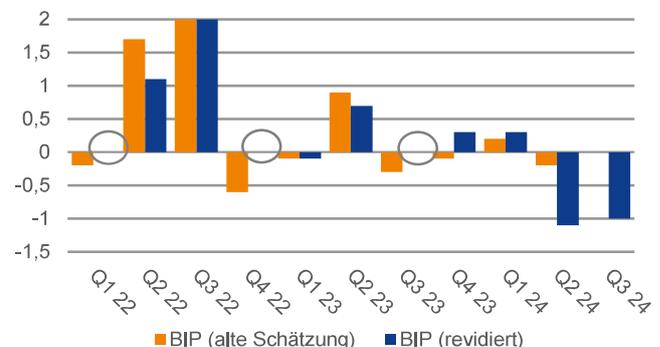
Leitzins sowie Markterwartung gemäß OIS-Forwards jeweils in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Durch einige Aufwärtsrevisionen befand sich die neuseeländische Wirtschaft in den Jahren 2022 und 2023 nicht in einer Rezession

Bruttoinlandsprodukt Q/Q in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Sollte die RBA dann tatsächlich im Februar ihren Leitzins erstmals in diesem Senkungszyklus zurücknehmen, so dürfte dies den australischen Dollar kurzfristig belasten – wir rechnen auf 3M-Sicht mit AUD-USD-Notierungen um 0,61 USD –, schließlich preisen die Geldmarktsätze eine Zinssenkung im Februar derzeit „nur“ zu 75% ein. Während sich nach der Einleitung des Zinssenkungszykluses insbesondere der private Konsum in Australien in der zweiten Jahreshälfte erholen dürfte, wird die Labor-Regierung die Staatsausgaben angesichts der im Mai anstehenden Parlamentswahlen kaum zurückfahren – die australische Wirtschaft dürfte somit stärker wachsen als die der Eurozone bzw. der USA. In diesem Umfeld rechnen wir auf Jahressicht mit Notierungen um 0,66 USD.

Auch der neuseeländische Dollar geriet als risikosensitive Währung nach der „hawkishen“ Fed-Entscheidung im Dezember gegenüber dem US-Dollar im G10-Vergleich überproportional unter Abgabedruck – NZD-USD notierte im Januar mit zeitweise unter 0,56 USD auf dem niedrigsten Stand seit Oktober 2022. Von der neuseeländischen Seite der Währungsmedaille gehen dabei nach wie vor wenig positive Impulse aus:

So ist das neuseeländische Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal mit -1% (Q/Q) deutlich stärker als marktseitig erwartet (-0,2% Q/Q) geschrumpft. Während das zweite Quartal ebenfalls deutlich auf -1,1% (Q/Q) nach unten revidiert wurde, wurde gleichzeitig ein Großteil der vergangenen Quartale nach oben korrigiert, weshalb das Niveau des BIP im zweiten Quartal tatsächlich um 1,4% höher als zuvor geschätzt liegt. Zwar verbesserte sich im vierten Quartal erneut die Stimmung unter neuseeländischen Unternehmen – der vielbeachtete vierteljährliche Bericht des NZIER-Instituts weist zum ersten Mal seit 2021 einen positiven gesamtwirtschaftlichen Ausblick aus –, allerdings berichtete zugleich der größere Teil der Unternehmen von einer rückläufigen inländischen Handelsaktivität. Hoffnung, dass sich die Rezession in Neuseeland nicht bis ins Schlussquartal ausgeweitet hat, geben die im Dezember deutlich gestiegenen Kreditkartenumsätze (Proxy für den privaten Konsum). Was die Geldpolitik der Notenbank (RBNZ) betrifft, so bietet diese aktuell ebenfalls keine Unterstützung für den Kiwi-Dollar, schließlich dürfte die RBNZ im Jahr 2025 ihren Leitzins weiter deutlich senken. Allerdings dürfte sich der Abwärtsdruck, der daraus resultieren würde, geringhalten, schließlich sind die von uns erwarteten weiteren 125 Bp an Zinssenkungen fast vollständig in den Geldmarktsätzen eingepreist. Zwar verblieb die Gesamtinflation im vierten Quartal entgegen den Markterwartungen bei 2,2% (J/J), allerdings war die Überraschung ausschließlich auf die volatile Komponente der handelbaren Güter zurückzuführen. Dagegen hat der Preisdruck bei sämtlichen Größen der Kerninflation weiter nachgelassen und somit dürfte die RBNZ bei der kommenden Zinsentscheidung im Februar ihre geldpolitischen Zügel erneut um 50 Bp lockern, bevor sie bei den folgenden Sitzungen das Zinssenkungstempo verlangsamt.

Wir gehen davon aus, dass „das Schlimmste“ für den Kiwi-Dollar vorerst überstanden ist und rechnen auf 3M- bzw. 6M-Sicht mit einer Seitwärtsbewegung im Bereich von 0,56 bzw. 0,57 USD. Die Erholung des Kiwi-Dollars wird vor allem davon abhängen, wie stark und schnell sich die neuseeländische Wirtschaft erholt. Während wir davon ausgehen, dass die konjunkturelle Dynamik in den USA und in Europa im zweiten Halbjahr nachlassen sollte, dürfte das Wirtschaftswachstum in Neuseeland ähnlich wie auch in Australien nicht einbrechen und eher sogar noch einmal anziehen: Unter anderem vor dem Hintergrund weiterer (und den bis dahin erfolgten) Zinssenkungen der RBNZ und zweitens, weil ein Großteil (ca. 66%) festverzinslicher kurzfristiger Hypothekendarlehen in diesem Jahr zu günstigeren Konditionen refinanziert werden muss, was die Zinslast der Haushalte schmälern

AUD dürfte infolge der Einleitung des RBA-Zinssenkungszyklus unter Abgabedruck geraten

NZD-USD zuletzt mit Notierungen unter 0,56 USD auf 2-Jahres-Tief

Steigender Optimismus der Unternehmen bei weiterhin gedämpfter Wirtschaftsaktivität

Talsole bei NZD-USD wohl erreicht; Konjunktererholung dürfte NZD auf 12M-Sicht stützen

und das verfügbare Einkommen erhöhen wird. In diesem Umfeld trauen wir dem neuseeländischen Dollar leichte Kursgewinne zu, sodass NZD-USD auf Sicht von zwölf Monaten Richtung 0,59 USD tendieren sollte.

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

Kanada: Politik mittelfristig ein bedeutsamer Einflussfaktor für den CAD

Normalerweise hat die Politik nicht sehr viel Einfluss auf die Kursbewegungen des kanadischen Dollar. In den kommenden Monaten könnte dies jedoch anders sein. Da ist zunächst die Situation in Kanada: Justin Trudeau, der Vorsitzende der Liberalen und amtierende Premierminister, hat seinen Rücktritt von beiden Ämtern angekündigt, nachdem seine Beliebtheitswerte seit Monaten zurückgingen und seine Partei in Umfragen schlecht abschnitt. Auf seinen Antrag hat die Generalgouverneurin das Parlament bis zum 24. März 2025 suspendiert. Dies hat den Vorteil, dass die Opposition bis zum Wiederbeginn der Parlamentssitzungen kein Misstrauensvotum erzwingen kann – aber auch den Nachteil, dass keine neuen Gesetze verabschiedet werden können. Später wurde angekündigt, dass die Liberalen am 9. März 2025 einen neuen Vorsitzenden oder eine neue Vorsitzende wählen wollen. Wenn das Parlament aus der Sitzungspause zurückkommt, wird der neue liberale Premierminister nach wie vor eine Minderheitsregierung leiten und nahezu sicher einen Misstrauensantrag der konservativen Opposition überstehen müssen. Eine Niederlage der Liberalen ist zu erwarten, sodass es dann wahrscheinlich im Frühjahr zu vorgezogenen Parlamentswahlen kommen wird. Die Konservativen werden diese Wahlen vermutlich gewinnen. Da sie als unternehmens- und wirtschaftsfreundlicher wahrgenommen werden, dürfte sich dies positiv für den kanadischen Dollar auswirken.

Trudeaus Rücktritt hat für Bewegung in der Politik gesorgt

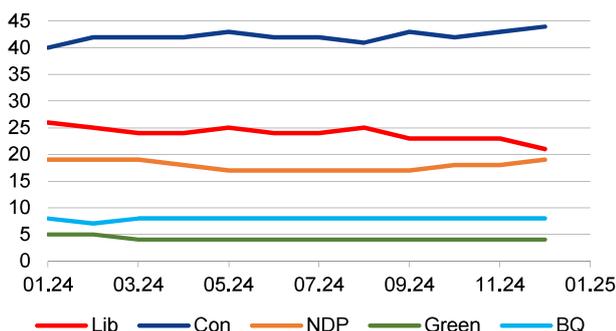
Vorgezogene Parlamentswahlen im Frühjahr wahrscheinlich

Südlich der Grenze herrscht Unsicherheit über die künftige politische Entwicklung: Präsident Trump ist in sein Amt eingeführt, und die Welt wartet ab, welche politischen Vorhaben er wann umsetzen wird. Die Zollpolitik ist für Kanadas Wirtschaft ein ganz wichtiges Thema. Trumps Äußerungen, Kanada solle der 51. Bundesstaat der USA werden, sind erst einmal mit Vorsicht zu genießen. Wenn Trump Zölle verhängt, wird Kanada Gegenmaßnahmen ergreifen.

Von der neuen US-Regierung gehen ebenfalls politische Risiken aus

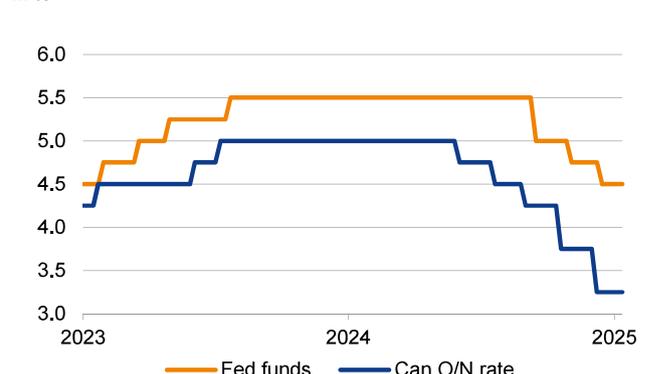
Meinungsumfragen zufolge haben die Liberalen 2024 Wähler an die Konservativen und die Neuen Demokraten verloren

Wahlabsichten in % (monatliche Durchschnittswerte jeweils zum Monatsende)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Die BOC hat die Zinsen schneller und stärker als die Fed gesenkt. Eine kurze Pause Anfang 2025 wäre keine Überraschung.



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Ein Blick auf die wirtschaftliche Lage und die Geldpolitik zeigt, dass sich das Wirtschaftswachstum den jüngsten monatlichen BIP-Daten zufolge im zweiten Halbjahr 2024 beschleunigt hat. Mit knapp 2% J/J war die Wachstumsrate jedoch nach wie vor nicht hoch. Im Schlussquartal 2024 stabilisierten sich die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor und das Verarbeitende Gewerbe (zwei aussagekräftige Frühindikatoren) oberhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Daher ist zu erwarten, dass sich die moderate Wachstumsdynamik auch in den ersten Monaten des Jahres 2025 fortsetzt. Derweil ist die Inflation seit einem Jahr gut unter Kontrolle und dürfte auch 2025 innerhalb des Zielkorridors von 1 – 3% verharren (DZ BANK-Prognose: 2,3% J/J). Dementsprechend sollte die Bank of Canada (BoC) 2025 weiteren Zinssenkungsspielraum haben. Nachdem sie jedoch bei ihrer Dezember-Sitzung angedeutet hatte, dass eine Pause im Zinssenkungszyklus möglich sei, sowie angesichts der beträchtlichen politischen Unsicherheit im Inland und in den USA ist wohl damit zu rechnen, dass die Zinsen bei der Januar-Sitzung unverändert bleiben.

Wirtschaft läuft recht gut, Inflation liegt mit nahe 2% im Zielbereich

BoC hat im weiteren Jahresverlauf Zinssenkungsspielraum

Kürzlich Ankündigung von geldpolitischen Lockerungen in Form einer Beendigung der quantitativen Straffung

Die BoC hat jedoch auch angedeutet, dass sie beim anderen Hauptelement ihrer Geldpolitik eine Lockerung beabsichtigt: Sie will das quantitative Straffungsprogramm im ersten Halbjahr 2025 beenden. Gegenüber dem Ende 2021 erreichten Höchststand hat die BoC ihre Bestände an kanadischen Staatsanleihen bis Ende 2024 auf rund 217 Mrd. CAD mehr als halbiert. Offensichtlich möchte die BoC ihre Geldpolitik zum Jahresbeginn 2025 lockern, wenngleich diese Lockerungen geringer ausfallen dürften als 2024.

CAD dürfte vor allem aufgrund politischer Entwicklungen ein volatiles Jahr vor sich haben – aber es besteht Aufwertungsspielraum

Der Ausblick für den kanadischen Dollar wird von politischen Unsicherheiten überschattet. Da jedoch ein Großteil der positiven Nachrichten für den US-Dollar bereits eingepreist ist, kann der kanadische Dollar nach den Verlusten des Jahres 2024 gegenüber dem USD und dem EUR in den kommenden Monaten durchaus wieder Boden gutmachen.

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Skandinavien: Riksbank lockert erneut, signalisiert aber ein vorsichtigeres Vorgehen – Norwegens Leitzinswende wohl im März

Die Riksbank senkte kurz vor Weihnachten den Leitzins um 25 Basispunkte auf 2,5% und entsprach damit unseren Erwartungen. Die Währungshüter signalisierten eine weitere Zinssenkung im ersten Halbjahr 2025. Anders als in früheren Sitzungen wurden die Leitzinsprojektionen nicht nach unten korrigiert, sondern blieben bei 2,25%. Die Kommunikation der Riksbank fällt diesmal vorsichtiger aus, man argumentiert, dass aufgrund von Übertragungsverzögerungen Zeit benötigt wird, um die Auswirkungen früherer Zinssenkungen zu bewerten. Darüber hinaus hat sich die Liste der Risiken für den Ausblick erweitert und umfasst nun auch Regierungskrisen in Europa und Risiken rund um das Ausmaß der Erholung in Schweden sowie die Geopolitik, den Handel und den Wechselkurs der Krone.

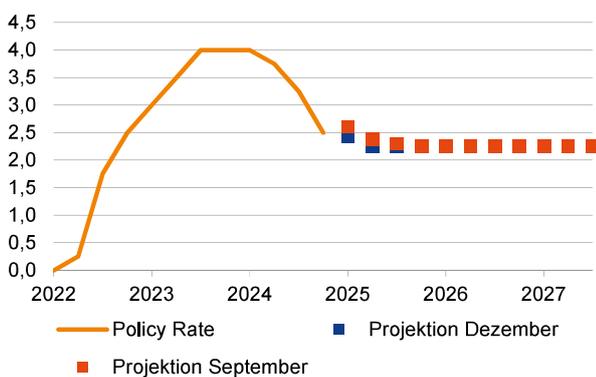
Weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte im Frühjahr wahrscheinlich

Neue makroökonomische Prognosen, die mit der Entscheidung einhergehen, zeigen, dass größere Vorsicht geboten ist. Das Wachstum für das Jahr 2025 blieb mit 2,1% stabil und liegt damit leicht unter unserer Prognose von 2,4%. Die Gesamtinflation wurde jedoch auf 2% und die Kerninflation auf 2,2% im Jahr 2025 nach oben korrigiert, was die jüngst wieder höher ausgefallenen Inflationsverläufe im Vergleich zur September-Prognose widerspiegelt. Größere Unsicherheit besteht bei der Höhe des Endzinses, da die Riksbank durch externe Entwicklungen eingeschränkt wird. Die restriktivere Haltung der US-Notenbank und die Ausführungen der Riksbank bedeuten, dass es – wie wir bereits seit längerem erwartet haben – nur noch auf eine Zinssenkung im diesem Jahr hinausläuft. Die Krone hat sich im zurückliegenden Jahr bei einer Wechselkursvolatilität von 5,9% um die Marke von 11,40 EUR-SEK eingependelt. Vor dem Hintergrund eines sehr moderaten Preisdrucks und dem absehbaren Ende von Leitzinssenkungen gehen wir davon aus, dass Notierungen um 11,40 EUR-SEK auch auf sechs und zwölf Monate Bestand haben werden.

Die Krone dürfte durch die noch anstehende Leitzinssenkung kaum noch unter Druck kommen

EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,40 SEK erwartet

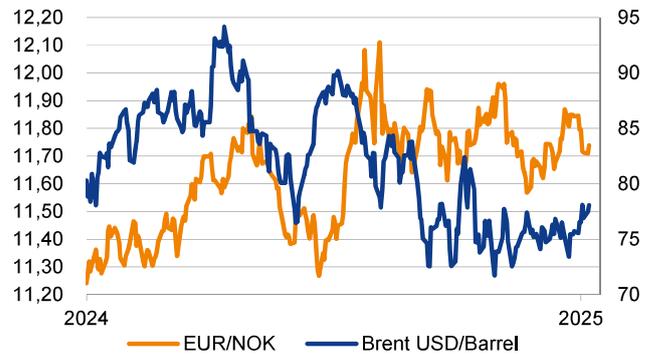
Schweden: Leitzinsprojektionen bleiben bei 2,25% in Prozent



Quelle: LSEG, Riksbank

Norwegen: Krone sollte von stabil erwarteten Rohölpreisen um 75 USD/Barrel profitieren können

LS: EUR-NOK; RS: Brent USD/Barrel



Quelle: LSEG, DZ BANK

In einer einstimmigen Entscheidung beließ die Norges Bank in ihrer Dezember-Sitzung den Leitzins bei 4,5%. Die Zentralbank blieb bei ihrer vorsichtigen expansiven Botschaft, dass „der Zeitpunkt für eine Lockerung der geldpolitischen Ausrichtung bald näher rückt“, erklärte aber ausdrücklich, dass die März-Sitzung nun der wahrscheinlichste Zeitpunkt für den Beginn des Lockerungszyklus sei. Da die Inflation in den letzten Monaten überraschend leicht nach unten ging, gab es Gerüchte, dass die Norges Bank sich stattdessen für eine Senkung bereits im Januar entscheiden könnte. Angesichts von Revisionen, die zeigen, dass die Wirtschaftsleistung im Jahr 2024 stärker als erwartet ausgefallen sein dürfte und der sehr vorsichtigen Vorgehensweise der Zentralbank, bleiben wir bei unserer Erwartung, dass die Norges Bank mit einer Zinssenkung bis März warten wird. Da sich die Inflation und Kerninflation weiter moderat abschwächen sollten, gehen wir davon aus, dass die Leitzinsen entsprechend dem Projektionspfad der Norges Bank gesenkt werden. Dies würde auf Sicht von zwölf Monaten eine Senkung um 75 Basispunkte auf 3,75% bedeuten.

Norges Bank erwägt erste Leitzinssenkung im März

Inflation moderat schwächer erwartet

Die Krone dürfte durch die sich abzeichnende Leitzinswende kaum unter Druck kommen, da die Norges Bank sehr vorsichtig agiert und den Markt auf diesen Schritt gut vorbereitet hat. Zudem wird Norwegens Währung durch attraktive Renditeaufschläge – im Durchschnitt rund 160 Basispunkte auf Bundesanleihen – und stabil erwarteten Rohölpreisen um 75 USD/Barrel gestützt. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,65 NOK.

**Leitzinswende zeichnet sich ab –
Krone dennoch gut unterstützt**

**EUR-NOK-Notierungen auf Jahres-
frist bei 11,65 NOK erwartet**

Hartmut Preiß, ANALYST, +49 (0)69 7447 6401

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Leitzinsausblicke im Fokus

Auch zu Beginn des neuen Jahres haben die CE3-Währungen gegenüber dem Euro dievergiere Wege eingeschlagen. Während der polnische Zloty weiterhin die Muskeln spielen lässt, ist die tschechische Krone zuletzt unter moderaten Abgabedruck geraten. Der ungarische Forint bewegt sich hingegen auf niedrigen Niveaus weitgehend seitwärts fort. Auffallend ist, dass globale Vorgaben nach wie vor eine eher untergeordnete Rolle spielen. Einen wesentlich größeren Einfluss auf Zloty und Co. hat hingegen die nationale Geldpolitik, sprich die entsprechenden Leitzinsänderungserwartungen des Marktes.

Interessant dürfte es diesbezüglich zunächst am 5. Februar werden, wenn die polnischen Währungshüter zu ihrer ersten Leitzinsentscheidung in diesem Jahr zusammenkommen. Eine Leitzinssenkung ist zwar nicht zu erwarten. Spannend dürfte jedoch die geldpolitische Einschätzung des dortigen Notenbankchefs Glapinski werden. So ist dieser doch in den vergangenen Monaten mit abrupten Meinungsänderungen hinsichtlich des richtigen Zeitpunkts einer Leitzinssenkung und der Klage über die Nachteile einer „Forward Guidance“ aufgefallen. So ließ Glapinski gegen Ende des vergangenen Jahres zunächst wissen, dass eine Leitzinssenkung im März, April 2025 oder früher anstehen könnte. Nur etwa vier Wochen später verkündete er, dass eine geldpolitische Lockerung bis 2026 vom Tisch sei. Im Rahmen der jüngsten Januar-Sitzung gab sich Glapinski schließlich wieder vager und machte nur deutlich, dass sich Diskussionen um Leitzinssenkungen für einige Zeit verzögern werden. Darüber hinaus sagte der Gouverneur, dass es ein Fehler sei, detaillierte Leitlinien zu geben, da „böswillige“ Zuhörer seine Worte verdrehen würden. Marktseitig kamen infolge dieser Entwicklungen Spekulationen auf, wonach hinter Glapinskis abrupten Meinungsänderungen auch politische Motive stecken könnten. Wie unklar dessen Zinssichten auch geworden sind, eines ist klar: Die „hawkishen“ Worte Glapinskis dürften die polnische Währung zumindest so lange stabil halten, bis ein nachlassender Preisdruck den Notenbankchef zu einer erneuten verbalen Kehrtwende zwingt.

Bereits einen Tag später, am 6. Februar, verkündet die tschechische Zentralbank (CNB) ihre erste Leitzinsentscheidung in diesem Jahr. Die dortigen Währungshüter hatten im Dezember in ihrem Leitzinssenkungszyklus pausiert und der Notenbankoberste, Michl, ließ sich mit Blick auf die Februarsitzung alle derzeit im Raum stehenden Optionen (Fortsetzung Leitzinssenkungszyklus, erneutes Innehalten) offen. Nachdem die dortige Inflation im Dezember weniger stark als erwartet (CNB, Markt) gestiegen ist, brachte CNB-Vize Zamrazilova die Möglichkeit einer erneuten Leitzinssenkung ins Spiel, was die Krone gegenüber dem Euro mit gewissem Unmut quittiert hat. Zum Zünglein an der Leitzinswaage dürften die tschechischen Preiszahlen für Januar werden, die ebenfalls am 6. Februar auf der Agenda stehen. Sollte die Inflation im Vorjahresvergleich bei 3% (J/J) verharren oder sogar leicht darunter fallen, dürfte die CNB unserer Ansicht nach den Leitzins moderat um weitere 25 Bp auf dann 3,75% senken. Auch das anämische Wachstum der dortigen Wirtschaft sowie die Erwartung der CNB eines perspektivisch weiter nachlassenden Preisdrucks sprechen für eine umsichtige Fortsetzung des Leitzinssenkungszyklus. Die tschechische Krone dürfte unter diesen Vorzeichen etwas schwächer notieren, so dass EUR-CZK auf Sicht von drei Monaten Kurs auf den Bereich um 25,50 CZK nehmen sollte.

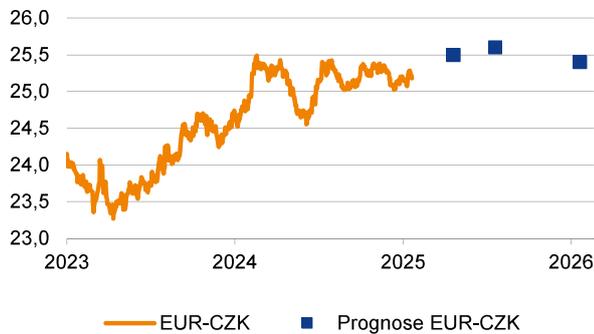
Nationale Geldpolitik gibt maßgeblich die Richtung vor

Ändert der NBP-Chef seinen Leitzinsausblick erneut?

CNB: Erneute Leitzinssenkung wahrscheinlich

Wiederaufnahme von Leitzinssenkungen durch die CNB als ein Belastungsfaktor für die tschechische Krone

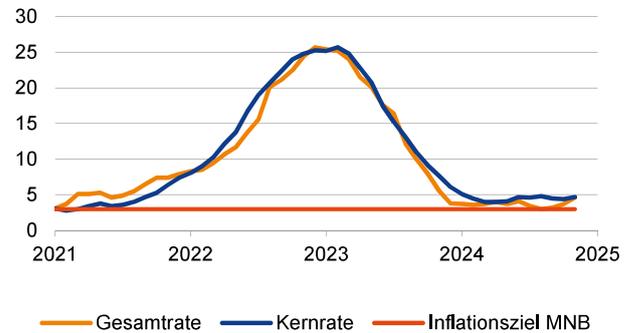
Kursentwicklung und DZ BANK Prognose EUR-CZK



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ungarn: Inflationbekämpfung im Fokus – neuer MNB-Chef wird an seinem Handeln gemessen

Alle ungarischen Inflationswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Nehmen wir zu guter Letzt noch den ungarischen Forint unter geldpolitischen Aspekten näher unter die Lupe, so verwundert seine unter dem Strich abwartende Haltung kaum. Denn im März endet die zweite und gemäß den Statuten der ungarischen Notenbank (MNB) letzte mögliche Amtszeit von Zentralbankchef Matolcsy. Ihm wird der derzeitige Finanzminister Varga folgen. Marktseitig gab es unmittelbar nach seiner Ernennung durch Ministerpräsident Orban Sorgen, dass er aufgrund seiner politischen Nähe mit dazu beitragen könnte, dass die Leitzinsen in Ungarn zu schnell und zu stark gesenkt werden. Varga selbst versuchte in einer ersten Rede nach seiner Nominierung derartige Bedenken zu entkräften. So bekannte er sich zu der politischen Unabhängigkeit der MNB sowie zu dem offiziellen Inflationsziel der Währungshüter von 3% (J/J). Wenngleich ihm diese Worte marktseitig einen ersten Vertrauensvorschuss gegeben haben, so wird er letztendlich beweisen müssen, wie ernst ihm der Kampf gegen die Inflation ist und damit verbunden, wie ausgeprägt seine Bereitschaft ist, sich hierfür notfalls auch gegen die Meinung von Ministerpräsident Orban und „Superminister“ (Wirtschafts- und Finanzminister in einem) Nagy zu stellen.

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Ungarn bekommt im März neuen Notenbankchef

Türkei & Südafrika: 250 Bp oder 25 Bp, Hauptsache Zinssenkungen

Die türkische Notenbank (TCMB) hat im Dezember wie mehrheitlich erwartet damit begonnen, den Leitzins zu senken. Hierbei nahm sie die One-Week Repo Rate um 250 Bp nach unten. Ende Januar setzten die dortigen Währungshüter diese Marschrichtung mit einer Leitzinssenkung um weitere 250 Bp fort. Der Leitzins liegt nun bei 45%. Spielraum für den Beginn des Leitzinssenkungszyklus gaben der TCMB die Fortschritte bei der Inflationbekämpfung sowie ihre Erwartung, wonach sich der Disinflationprozess in diesem Jahr fortsetzen wird. Mit Blick auf die weitere geldpolitische Gangart machten die türkischen Währungshüter deutlich, dass sie ihre Entscheidungen von Sitzung zu Sitzung umsichtig treffen und sich dabei auf die Inflationssaussichten konzentrieren werden. Zudem betonten sie erneut, dass die straffe Geldpolitik so lange beibehalten wird, bis die Preisstabilität durch einen anhaltenden Rückgang der Inflation erreicht ist.

TCMB startet Leitzinssenkungszyklus

Unserer Einschätzung zufolge dürfte die TCMB den Leitzins in den kommenden Monaten weiter in für türkische Verhältnisse moderaten 250 Bp-Schritten senken. Ein derart umsichtiges Vorgehen erscheint uns mit Blick auf die Risiken für den Disinflationprozess (u.a. expansive Fiskalpolitik, sehr schwache Währung/importierte Inflation) sowie der Tatsache, dass das Inflationsziel der TCMB von 5% (J/J) nach wie vor sehr weit entfernt ist, angemessen.

**Weitere umsichtige
Leitzinssenkungen erwartet**

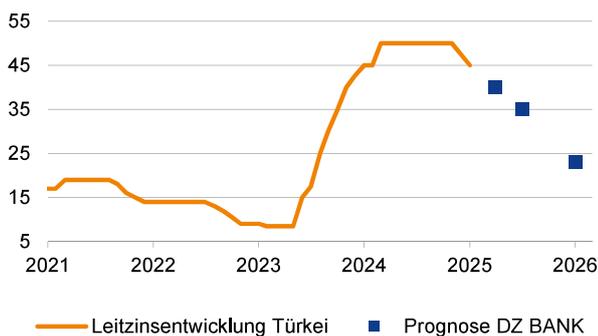
In den kommenden Wochen verdient zum einen die weitere Inflationsentwicklung Beachtung. In diesem Zusammenhang gilt es, die Bekanntgabe der entsprechenden Januarzahlen, die am 3. Februar auf der Agenda stehen, sowie die revidierten Inflationsprojektionen der TCMB, die am 7. Februar vorgestellt werden, im Blick zu behalten. Darüber hinaus verdienen die von der TCMB erhobenen, durchschnittlichen Inflationserwartungen von Finanzmarktexperten für die nächsten zwölf Monate Beachtung. Diese werden am 14. Februar veröffentlicht. Hinsichtlich der Inflationserwartungen ist positiv zu vermerken, dass sie im Januar auf rund 25,4% (J/J) und damit auf den niedrigsten Wert seit Anfang 2022 gefallen sind. Sollten die Februar-Werte diese Richtung fortsetzen, dürfte sich die TCMB in ihrer geldpolitischen Ausrichtung einer schrittweise weniger restriktiv werdenden Geldpolitik bestätigt sehen. Zum anderen verdienen auf der realwirtschaftlichen Seite die türkischen Wachstumszahlen für das vierte Quartal Beachtung, welche am 28. Februar bekannt gegeben werden. Marktseitig wird davon ausgegangen, dass die konjunkturelle Dynamik Ende 2024 weiter an Schwung verloren hat, was sich unserer Ansicht nach in einem BIP-Plus von nur noch 1,3% (J/J) äußern sollte. Bremsend dürfte sich hier die schwache Inlandsnachfrage auswirken. Zudem wird mit einem weiteren Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen gerechnet.

**Inflations- und Wachstumszahlen im
Fokus**

Was die türkische Lira betrifft, so dürfte diese unserer Ansicht nach gegenüber dem US-Dollar weiter unter Abgabedruck stehen. Nicht nur, dass ihr die Aussicht auf eine weniger restriktiv werdende Geldpolitik missfallen sollte. Hinzu kommen marktseitig immer wieder aufflammende Bedenken, wonach die Inflationsprojektionen der TCMB zu optimistisch sind und der politische Druck auf die TCMB angesichts der schwachen Konjunktorentwicklung wieder zunehmen könnte. Als TRY-belastend sind mit Blick auf 2025 zudem die globalen Vorgaben zu nennen. Hierbei gilt es zum einen, den robusten US-Dollar zu nennen, der unter der Trump-Regierung sowie damit verbunden, dem geringeren Leitzinssenkungsspielraum der Fed, noch fester werden sollte. Zum anderen dürfte das damit einhergehende verhaltenere Marktseiment gegenüber risikosensitiven Schwellenländerwährungen der ohnehin merklich geschwächten Lira zusetzen.

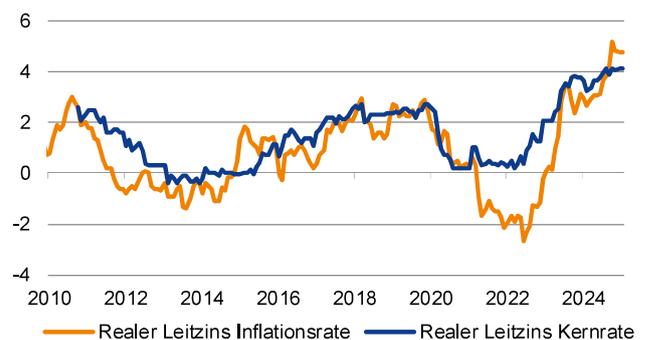
**TRY-Abwärtsrisiken überwiegen
weiterhin**

Türkei: Schrittweise weniger restriktives Leitzinsniveau erwartet
in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Trotz weiterer Zinssenkungen wird Realzins in Südafrika hoch bleiben
in %; Leitzins minus Inflationsrate



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Donald Trump ist derzeit das bestimmende Thema an den internationalen Finanzmärkten, und so kann auch eine Betrachtung zu Südafrika nicht vollständig sein, ohne Trump zu berücksichtigen. Die USA gehören mit einem Anteil an den Exporten von rund 8% nicht zu den größten Handelspartnern, gleichwohl drohen negative Folgen. Auch bei einer typisch merkantilistischen Zollpolitik der USA, die verarbeitete Produkte stärker belastet als Rohstoffe, würde Südafrika nicht ungeschoren davonkommen, da neben Edelmetallen Fahrzeuge zu den größeren Positionen bei den Exporten in die USA gehören. Wichtiger für den Rand dürfte aber sein, dass Südafrika als wichtiger Rohstoffexporteur von einer gut laufenden Weltwirtschaft, genauer einer gut laufenden Wirtschaft in China abhängig ist. Eine durch Trump-Sanktionen gegenüber China ausgelöste Schwäche dort, würde auf die südafrikanischen Exporteinnahmen durchschlagen und damit auch den Rand belasten. Alles in allem sollte Südafrika jedoch weniger stark von den Trumpschen Maßnahmen belastet werden als Währungsräume, wie der Euroraum oder die unmittelbaren Nachbarn der USA, Kanada und Mexiko.

Belastungen für Südafrika durch Politik Trumps beherrschbar

Zu den wichtigsten Unterstützungsfaktoren für den Rand gehörte im letzten Jahr, zumindest in den ersten drei Quartalen, der kräftige Anstieg des Goldpreises, der stetig neue historische Höchststände erklomm. Im Schlussquartal machte das Gold zwar eine Pause, die dann auch auf den Rand ausstrahlte. Für dieses Jahr sind wir aber grundsätzlich weiter positiv für den Goldpreis gestimmt, der sogar die Marke von 3.000 USD je Unze übersteigen sollte. Von dieser Seite dürfte der Rand damit auch in diesem Jahr gestützt werden.

Positive Aussichten für den Goldpreis sollten dem Rand helfen

Die South African Reserve Bank (SARB) befindet sich auf einem stetigen Zinssenkungspfad. Dieser ist durch die insgesamt sehr positiven Preiszahlen gut unterstützt. Das Inflationsziel einer Jahresrate von 4,5% dürfte auch in diesem Jahr eher unterschritten werden, da 2024 mit einem moderaten Preisauftrieb und einer Inflationsrate von 3,0% (J/J) bzw. in der Kernrate von 3,6% (J/J) zu Ende ging. Dabei fielen die Dezemberzahlen erneut moderater aus als von den Marktbeobachtern erwartet worden war. SARB Gouverneur Kganyago äußerte sich zuletzt jedoch schon traditionell vorsichtig und warnte, dass eine protektionistische US-Handelspolitik inflationär wirke. Der am Geldmarkt eingepreiste Umfang der künftigen Zinssenkungen hat sich in den letzten Wochen zwar wieder reduziert, wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass der Reposatz zur Jahresmitte bis auf 7,0% sinken kann. Unter den Emerging Market würde Südafrika damit zwar nicht mehr zu den Hochzinsländern gehören, angesichts der Erfolge bei der Eindämmung des Preisauftriebs erscheint ein solches Zinsniveau aber angemessen. Risiken für den Finanzmarkt Südafrika resultieren vor allem aus einer ungewissen Regierungspolitik, die sich nach der Neuformierung im letzten Jahr eine pointierte Wachstumspolitik auf die Fahnen geschrieben hat.

Verlässliche Geldpolitik aber Fragezeichen hinter den Reformbemühungen

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Galgenfrist für den Yuan

Bevor sich Chinas Finanzmärkte in die Feierlichkeiten zum chinesischen Neujahrswechsel verabschieden, scheint das alte Jahr um ein versöhnliches Ende bemüht: Die BIP-Wachstumszahlen konnten positiv überraschen und Trump hat darauf

Das Jahr des Drachens nimmt ein versöhnliches Ende

verzichtet, Zölle gegen China zu verhängen. USD-CNY ist als Reaktion merklich eingebrochen, was eine Mischung aus globaler USD-Schwäche und CNY-Erholung sein dürfte. Die Entwicklung der letzten Tage als Blaupause für das gesamte „Jahr der Schlange“ zu nehmen, das nächste Woche in China beginnt, wäre u.E. allerdings kurzfristig.

Für viele Beobachter mag es überraschend gekommen sein, dass der neue US-Präsident (noch!) auf Zölle verzichtet. Wir hatten dies ohnehin als zentrale Annahme unserer Prognosen unterstellt. (z. B. im Jahresausblick vom 28.11.24 auf S. 25: „Trumps jüngste Ankündigung, als eine der ersten Amtshandlungen die Abgaben für Importe aus China um 10% erhöhen zu wollen, sollte als Verhandlungsaufakt gesehen werden, bis zur tatsächlichen Umsetzung der Zollerhöhungen dürften noch Monate vergehen.“) Auch wenn die meisten Schlagzeilen einen anderen Eindruck erwecken, droht Trump noch immer nur zusätzlichen Zöllen ab 1. Februar, hat sie aber nicht konkret angeordnet. Stattdessen wurde die neue Administration nur angewiesen, die Handelspraktiken anderer Länder zu untersuchen - insbesondere inwieweit China seine Verpflichtungen aus dem „Phase1 Trade Deal“ erfüllt hat („America First - Trade Policy“). Trump fordert hierzu bis zum 1. April 2025 einen offiziellen Bericht samt entsprechender Handlungsempfehlungen.

Zölle liegen weiter auf dem Tisch, aber noch bleibt Zeit für Verhandlungen

Außenhandel wirkt nur noch kurz als wichtige Stütze
Exporte und Importe aus bzw. nach China, in % (J/J), 3M Glättung



Quelle: LSEG, DZ BANK

Yuan nur kurz auf Bewährung – das dicke Ende kommt noch
USD-CNY: Verlauf und Prognose DZ BANK



Quelle: LSEG, DZ BANK

Große Hoffnungen setzt der Yuan in die Idee, dass sich die Staatsführer Trump und Xi in Kürze persönlich treffen könnten und damit der Startschuss zu Verhandlungen startet. In dieser Phase sollte Peking bemüht sein, sich nichts zuschulden kommen lassen, um die ohnehin frostige Verhandlungsatmosphäre nicht zusätzlich zu verschärfen. Das gilt insbesondere für eine auffällige Yuan-Abwertung, die fundamental zwar angemessen wäre, aber eben auch eine Provokation. Letztlich sollten sich die sino-amerikanischen Differenzen aber dann doch als unüberbrückbar erweisen und die US-Seite die Zollkeule gegen China auspacken. Dann dürften auch die den Yuan stabilisierenden Maßnahmen spürbar reduziert werden.

Yuan ist nur auf Bewährung

Auch in unserem Wachstumsausblick zeigt sich die Zweiteilung des Jahres 2025. Im ersten Halbjahr sollten Vorzieheffekte Chinas Exporte noch befeuern, bevor der Zollschock im Sommer in seiner ganzen Härte durchschlägt. Ein BIP-Wachstum von 5% (J/J) wie 2024 dürfte China vor diesem Hintergrund kaum noch erreichen. Wir rechnen vielmehr für dieses Jahr mit einem Zuwachs von 4,5% (J/J), der allerdings nur dank des relativ kräftigen ersten Halbjahres nicht noch schwächer ausfällt. 2026 dürften die Belastungen durch die höheren US-Zölle dann voll zum Tragen kommen

Wachstum zwischen Vorzieheffekten und Zollschock

und das Wirtschaftswachstum weiter auf 3,4% drosseln. Für Peking gibt es demnach ausreichend Gründe für weitere Hilfsmaßnahmen; auch die Notenbank bleibt angesichts der Deflationsgefahren gefordert. Expansive Fiskalpolitik und expansive Geldpolitik treffen zunächst noch auf eine neutrale Währungspolitik, bevor dann nach Scheitern der Verhandlungen auch der Yuan mit einer Abwertung seinen Beitrag zur Expansion leisten darf. Unsere USD-CNY-Prognose von 7,75 CNY (+12M) bleibt angesichts der lauernden Gefahren defensiv. Darüber sollten kurzfristige Erholungsversuche des Yuan in den nächsten Wochen nicht hinwegtäuschen.

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Brasilien & Mexiko: Trump ist da

In seiner neuen Amtszeit (seit Anfang 2023) scheint Präsident Lula da Silva das Geschick verloren zu haben, im Parlament Mehrheiten für seine Haushaltspolitik zu finden, was ihm in seiner ersten Regierungszeit (2003 bis 2010) deutlich besser gelang. Kurz vor der Weihnachtspause verabschiedete das Parlament (Abgeordnetenhaus und Senat) ein merklich verwässertes Haushaltsgesetz. Damit werden die ursprünglichen Sparziele der Regierung kaum mehr zu erreichen sein. Vollständig abgeschlossen ist die Haushaltsgesetzgebung für dieses Jahr aber noch nicht. Der Markt reagierte mit Verlusten beim Real und einem Anstieg der Risikoaufschläge für brasilianische Staatsanleihen. Die Verluste beim Real versuchte die Banco Central do Brasil (BCB) im Dezember durch Interventionen zu begrenzen, was schließlich auch gelang. Über die Frage, wem die unzureichende Haushaltsgesetzgebung anzulasten ist, der linken Regierung oder dem von konservativen Kräften dominierten Parlament, lässt sich zwar trefflich streiten, den Finanzmarkt interessiert dies jedoch kaum. Während es die Regierung versäumt, die steigenden Sozialausgaben zu begrenzen, wollten die Parlamentarier keine deutlichen Streichungen bei den Ausgaben für Projekte in ihren Wahlkreisen hinnehmen. Finanzminister Haddad hat entsprechend bereits eine Initiative für eine neuerliche Sparrunde angekündigt, die aber bis nach Karneval warten muss. Zudem dürfte bei den Beteiligten die Neigung zu schnell wirksamen Sparmaßnahmen stetig nachlassen. Mit Verordnungen zur Umsetzung der Haushaltsgesetze versucht die Regierung die negativen Defizitwirkungen zu begrenzen. Ein Aufschnüren der Haushaltsgesetze für das laufende Jahr ist nur bei einer echten Krisenlage zu erwarten, in der sich das Land noch nicht befindet. Im Jahr 2026 zu sparen, erscheint aber ebenfalls wenig attraktiv, da im Herbst des Jahres die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen anstehen. Ob Beschlüsse, die erst 2027 eine echte Sparwirkung entfalten, zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten beitragen, ist jedoch mit Fragezeichen versehen. Die Haushaltspolitik bleibt damit ein erheblicher Risikofaktor für den Real.

Fiskalpolitik ein Dauerthema für den Real

Ein wenig überrascht die Heftigkeit der Marktreaktion auf die unerfreulichen Haushaltsbeschlüsse im Dezember aber doch. Die wöchentliche Befragung der Notenbank führender brasilianischer Volkswirte (Focus-Report) zeigte schon seit langem, dass diese skeptisch gegenüber dem Ziel der Regierung waren, bei dem Primärdefizit (Haushaltsdefizit vor Zinszahlungen) einen Überschuss zu erzielen, was eine Bedingung für eine Stabilisierung der Verschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung ist. Diese Erwartungen haben sich in den letzten Monaten sowohl für dieses als auch für die kommenden Jahre jedoch kaum verändert. Eingetrübt haben sich dagegen die Erwartungen für das gesamte Haushaltsdefizit, das auch am Markt

Beobachter waren ohnehin skeptisch bezüglich der Haushaltskonsolidierung. Steigende Zinsen sorgen für zusätzlichen Finanzierungsbedarf

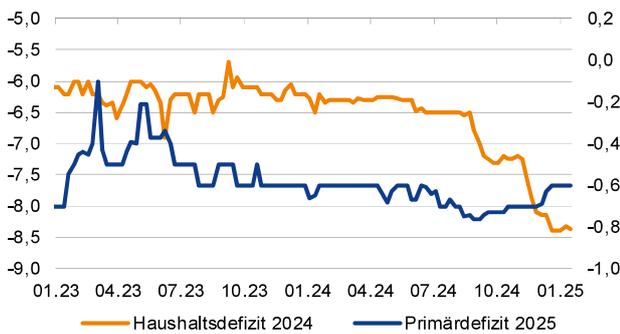
refinanziert werden muss, während das Primärdefizit eher eine Rechengröße für die Tragfähigkeit der Haushaltspolitik ist. Wesentlich für die Bewegung bei den Erwartungen für das gesamte Haushaltsdefizit sind daher die scharf steigenden Zinsen, die den Schuldendienst verteuern. Hierfür ist wiederum das deutlich verschlechterte Inflationsumfeld verantwortlich. Positiv überraschen konnten im zweiten Halbjahr des letzten Jahres die robusten Wirtschaftsdaten. Nicht zuletzt der scharfe Bremskurs der Geldpolitik wird hier aber in diesem und im kommenden Jahr zu einem merklichen Nachlassen der Wachstumsdynamik führen. Dem Real sollte die Zinspolitik aber ein weitgehend stabiles Jahr ermöglichen.

Bei ihrer Sitzung im Dezember hatte die Banco Central do Brasil ihren Leitzins kräftiger als vermutet um 100 Bp auf 12,25% angehoben und zudem angedeutet bei den beiden Folgesitzungen den Satz mit dieser Schrittweite weiter anzuheben. Damit würden die seit Mitte 2023 erfolgten Zinssenkungen nicht nur wieder rückgängig gemacht, sondern das damalige Zinshoch von 13,75% noch einmal merklich überboten. Nach den beiden sicher erscheinenden ersten Schritten in diesem Jahr könnte es sogar noch etwas weiter nach oben gehen. Für die negativen Marktreaktionen in den letzten Wochen des Jahres wurde auch die Sorge verantwortlich gemacht, dass der geldpolitische Rat (COPOM) ab diesem Jahr mehrheitlich aus von Präsident Lula ernannten Notenbankern besteht, die seinen Wünschen nachgeben könnten. Hierfür gibt es aber keine Anhaltspunkte. Die jüngste Verschärfung der Geldpolitik wurde einstimmig getragen und insbesondere der von Lula erwählte neue Gouverneur der Banco Central do Brasil Galipolo bekräftigte zuletzt den eingeschlagenen geldpolitischen Kurs, obwohl Lula die hohen Zinsen wiederholt kritisierte.

Banco Central do Brasil tritt heftig auf die Bremse

Kaum Konsolidierungserfolge in Brasilien

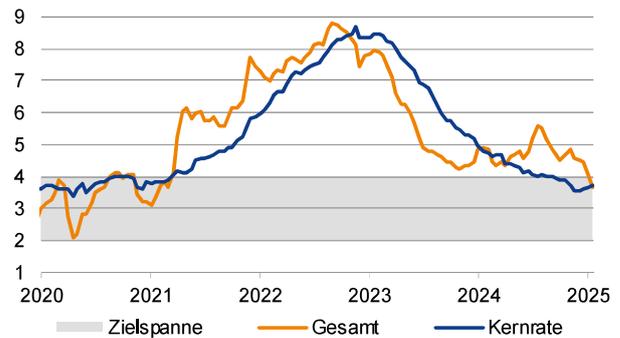
LS: Defizit öff. Haushalt; RS: Defizit vor Zinszahlungen, beides in % des BIP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Trotz leichter Entspannung bleiben Preiszahlen in Mexiko zu hoch

Halbmonatliche Daten J/J in %



Quelle: Banco de México, Bloomberg, DZ BANK

Nun ist Donald Trump wieder in Amt und Würden und Mexiko muss mit den Folgen leben. Zwar steht erst 2026 eine reguläre Überprüfung des Freihandelsabkommens mit den USA (und Kanada) auf dem Programm, solange will sich Trump aber nicht hinhalten lassen. Er hat seinen Handelsbeauftragten vorgegeben bis zum 1. April einen Bericht zu den Folgen des Abkommens für US-Unternehmen und Arbeitnehmer vorzulegen. Zwar hatte Trump bereits Zölle von 25% ab dem 1. Februar aufgrund ungezügelter Migration und Drogenschmuggels angekündigt, dies dürfte aber eher eine Drohkulisse sein. Ernst wird es dann nach der Vorlage des Berichts und Mexiko dürfte Zölle nicht vollständig vermeiden können. Mexikos Wirtschaft ist in einem erheblichen Umfang von den Exporten in die USA abhängig. Fast 30% der Wirtschaftsleistung gehen in den Export in die USA. Zöllen hat das Land wenig

Mexiko macht sich Sorgen vor der neuen US-Politik...

entgegenzusetzen, ohne sich selbst in einem merklichen Umfang zu schädigen. Diesbezüglich ist Mexiko in einer deutlich schwächeren Position als beispielsweise der Euro-Raum oder auch Kanada. Wie schon in der ersten Amtszeit Trumps wird Mexiko daher versuchen den Migrantenstrom aus dem Süden von der US-Grenze fernzuhalten. Diese Bemühungen dürften erfolgreicher sein als eine Eindämmung des Drogenschmuggels. Nicht in der Hand Mexikos liegt dagegen die angedrohte Abschiebung der rund 5 Mio. Mexikaner ohne gültige Aufenthaltsgenehmigung aus den USA. Ein Großteil dieser Personengruppe ist jedoch fest in den US-Arbeitsmarkt integriert und übernimmt Arbeitsplätze, für die sich Einheimische kaum finden lassen. Sollte es über symbolische Maßnahmen hinausgehende Abschiebungen geben, würde dies nicht nur den mexikanischen Arbeitsmarkt belasten. Die Regierung hat bereits Vorbereitungen für diesen Fall getroffen, die allerdings die kurzfristig negativen Folgen allenfalls dämpfen können, zumal der fiskalische Spielraum gering ist. Welche Folgen Abschiebungen langfristig für das Land haben, ist unklar. So machen die Überweisungen mexikanischer Arbeitnehmer (legaler und illegaler) in die Heimat rund 3,5% des mexikanischen BIP aus.

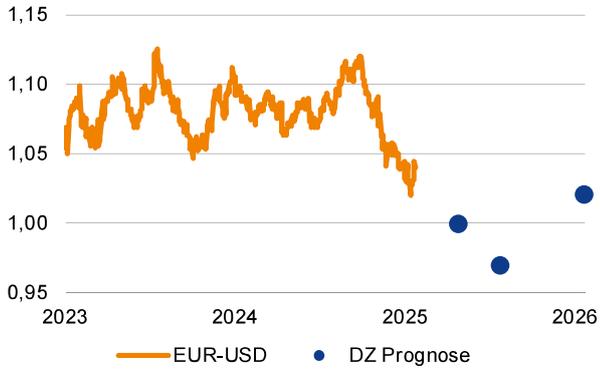
Mit größeren Gegenzöllen Mexikos, die das Preisklima im Land beeinträchtigen würden, ist nicht zu rechnen. Gleichwohl dürfte die Geldpolitik vor einem schwierigen Balanceakt stehen. Zölle der USA würden die mexikanische Wirtschaft belasten und in Mexiko preisdämpfend wirken. Gleichzeitig dürften die Zölle aber den Peso schwächen, was eher für eine straffere Geldpolitik sprechen würde. Wir gehen davon aus, dass die Notenbank angesichts einer solchen Gemengelage eher an ihrem vorsichtigen Zinssenkungskurs festhalten wird. Das Protokoll der letzten Sitzung der Banco de México zeigte jedoch, dass drei von fünf Teilnehmern für die Folgesitzung Anfang Februar sogar einem größeren Zinsschritt zuneigten. Für die FOMC-Sitzung der Fed eine Woche zuvor zeichnet sich inzwischen eine Zinspause ab, was ebenfalls gegen einen größeren Schritt in Mexiko sprechen würde. Kräftigere Zinssenkungen kämen in dem aktuellen von Unsicherheit geprägten Umfeld ungelegen und würden zu einer merklichen Schwäche bei der Währung führen.

Geldpolitik sollte einen ruhigen Kurs fahren. Ob sie es macht, ist aber noch unklar

Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

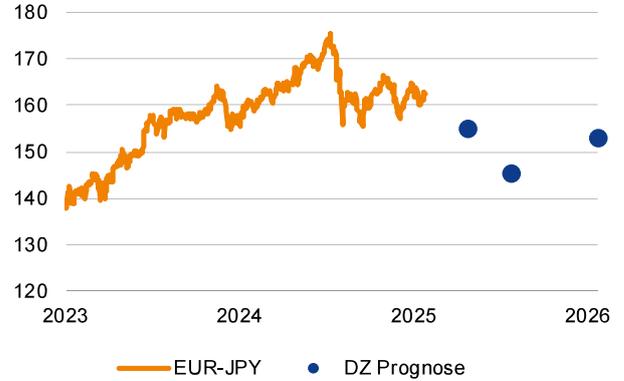
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



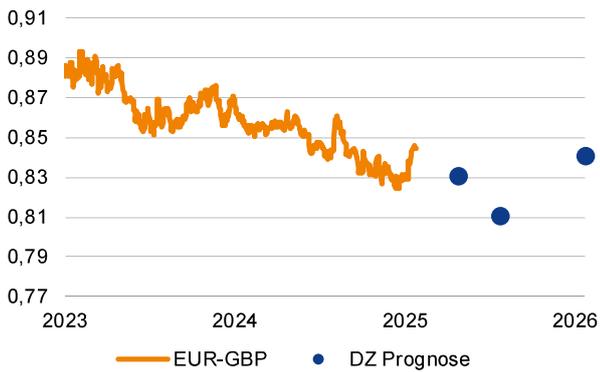
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



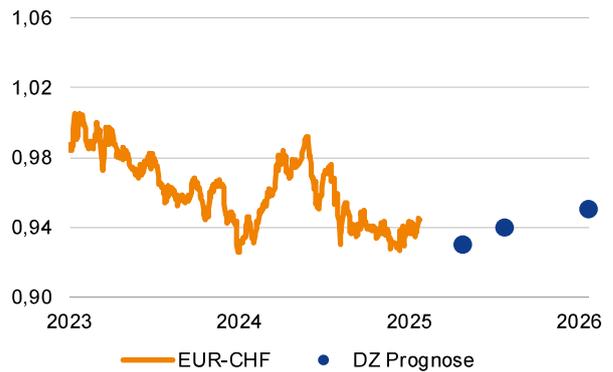
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



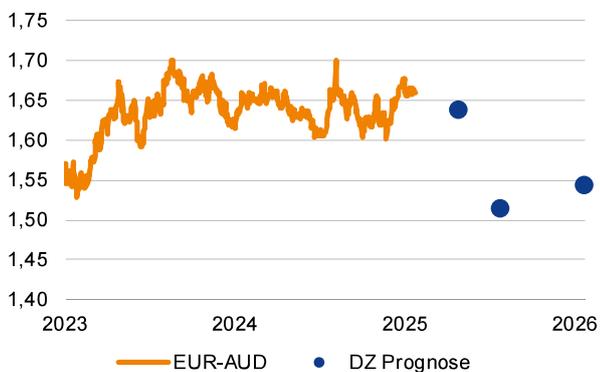
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



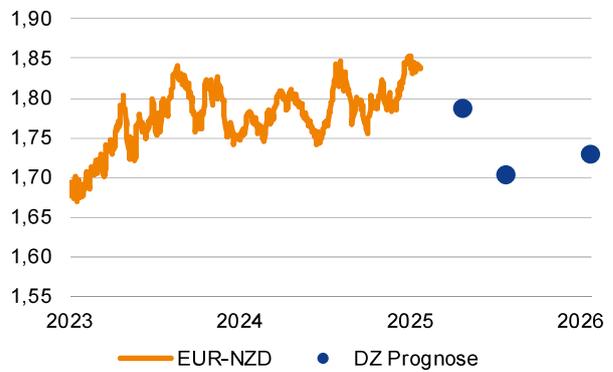
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



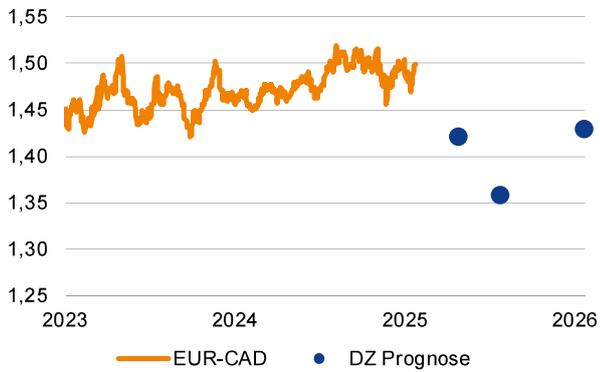
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



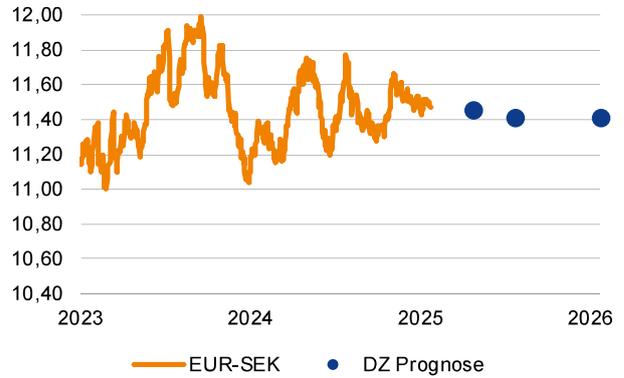
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



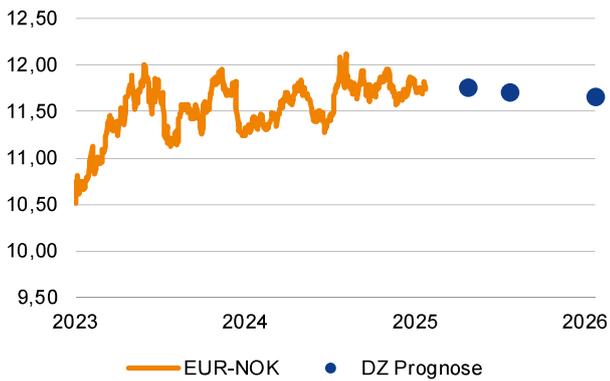
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



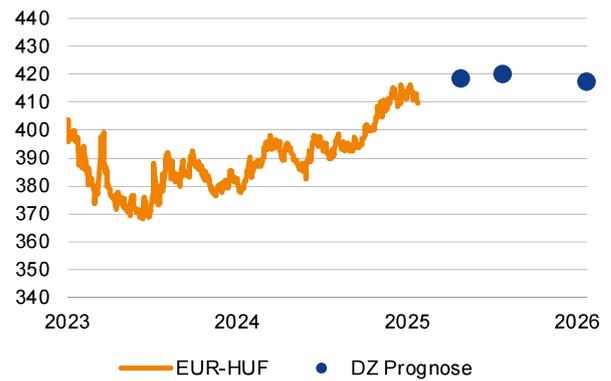
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



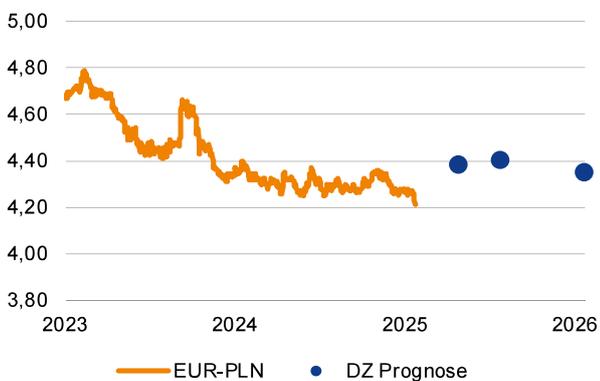
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



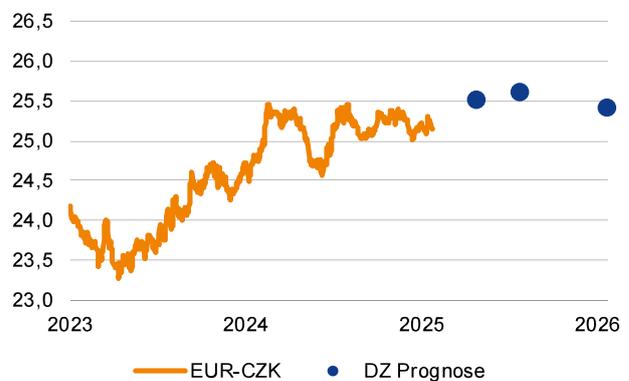
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



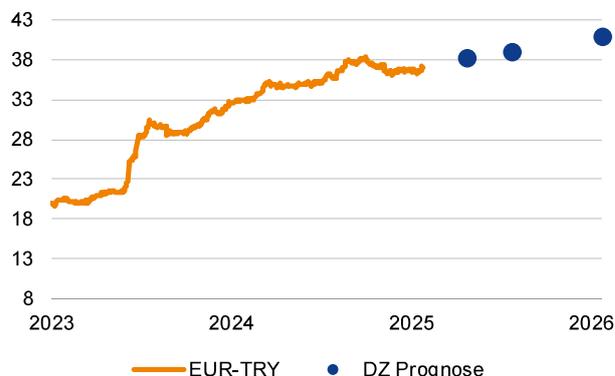
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



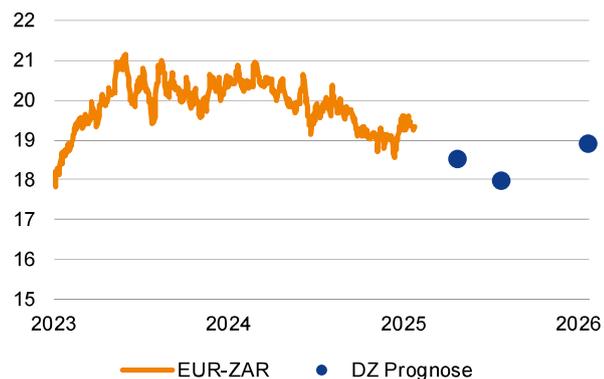
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



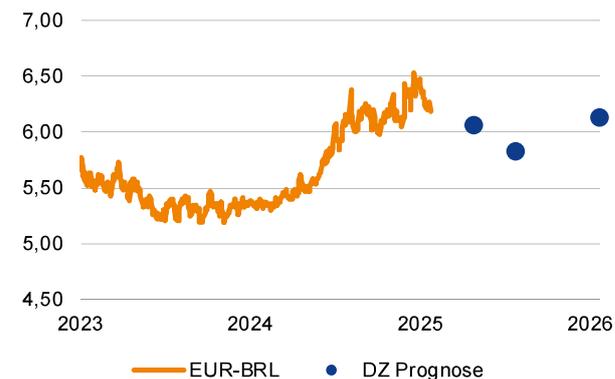
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

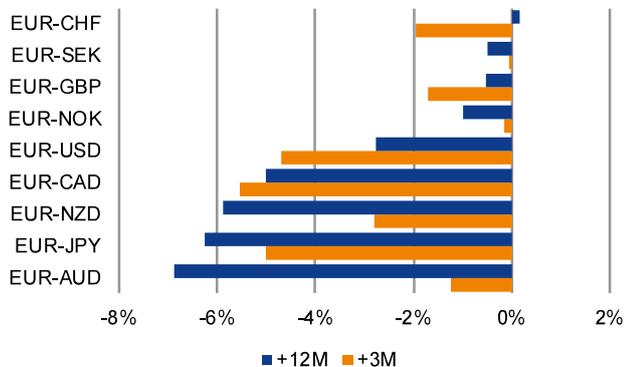
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

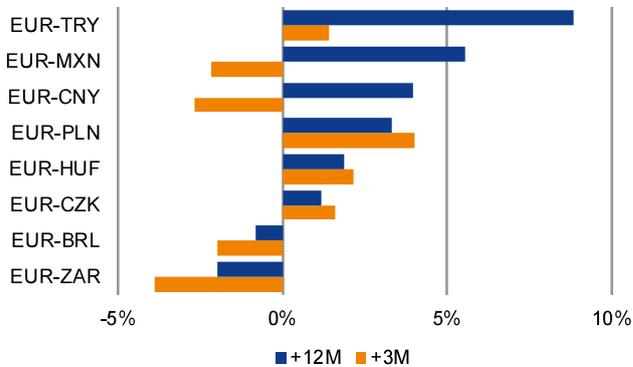
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

FX-Prognose G10-Länder (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognose Schwellenländer (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0492	1,00	0,97	1,02
EUR/GBP	0,8445	0,83	0,81	0,84
EUR/JPY	163,20	155	146	153
EUR/CHF	0,9486	0,93	0,94	0,95
EUR/AUD	1,6598	1,64	1,52	1,55
EUR/NZD	1,8369	1,79	1,70	1,73
EUR/CAD	1,5034	1,42	1,36	1,43
EUR/NOK	11,77	11,75	11,70	11,65
EUR/SEK	11,46	11,5	11,4	11,4
EUR/PLN	4,2107	4,38	4,40	4,35
EUR/CZK	25,10	25,5	25,6	25,4
EUR/HUF	409,3	418	420	417
EUR/TRY	37,48	38,0	38,8	40,8
EUR/ZAR	19,25	18,5	17,9	18,9
EUR/CNY	7,6029	7,40	7,28	7,91
EUR/BRL	6,1713	6,05	5,82	6,12
EUR/MXN	21,26	20,8	20,9	22,4

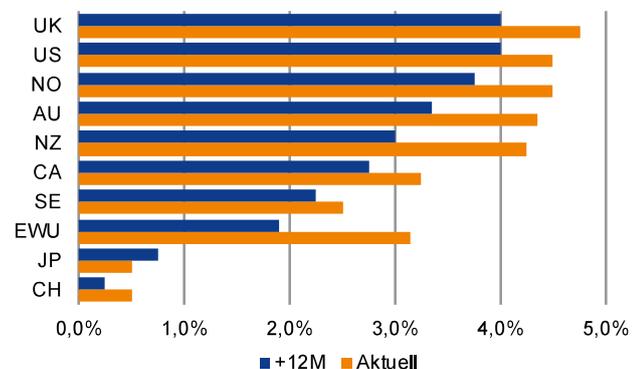
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0492	1,00	0,97	1,02
GBP/USD	1,2424	1,20	1,20	1,21
USD/JPY	155,55	155	150	150
USD/CHF	0,9041	0,93	0,97	0,93
AUD/USD	0,6321	0,61	0,64	0,66
NZD/USD	0,5712	0,56	0,57	0,59
USD/CAD	1,4329	1,42	1,40	1,40
USD/NOK	11,21	11,75	12,06	11,42
USD/SEK	10,92	11,5	11,8	11,2
USD/PLN	4,0132	4,38	4,54	4,26
USD/CZK	23,92	25,5	26,4	24,9
USD/HUF	390,1	418	433	409
USD/TRY	35,72	38,0	40,0	40,0
USD/ZAR	18,35	18,5	18,5	18,5
USD/CNY	7,2464	7,40	7,50	7,75
USD/BRL	5,8819	6,05	6,00	6,00
USD/MXN	20,27	20,8	21,5	22,0

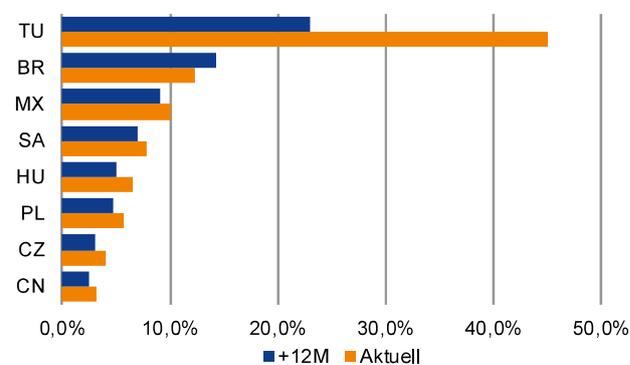
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,9	0,7	0,9	1,0	1,2	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,2	1,9	2,2	2,4	2,0	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-2,9	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	2,1	2,0				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	2,4	1,7	2,7	3,0	2,8	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	2,8	3,2	2,7	2,5	2,4	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-8,3	-8,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-4,0	-3,4				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,1	1,0	0,8	1,2	1,8	1,3	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	2,0	1,6	2,4	2,5	2,2	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,5	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,3	4,3	4,3				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,6	2,3	2,4	2,6	2,5	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,5	-3,6	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-2,8	-2,8				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,5	1,2	1,4	1,8	1,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	1,0	0,3	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	0,0	0,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,4	7,5	8,2				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	2,1	2,5	1,2	1,6	2,0	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	2,8	2,6	3,2	3,0	2,7	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,3	-1,3	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,8	-2,3				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,2	1,4	2,9	-0,6	-0,5	0,9	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,4	-3,1	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,0	-4,8	-5,3				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	2,1	1,9	1,9	2,1	2,1	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,3	2,4	1,9	2,2	2,3	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,6	-2,1	-1,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-0,6	-0,9				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	2,4	2,5	1,4	1,5	2,3	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	1,4	1,9	1,3	1,1	1,1	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,1	-1,2	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,1	4,7	4,3				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	0,6	1,0	0,9	1,2	-0,4	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,3	2,1	2,6	2,7	2,1	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	13,4	8,5	4,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	16,6	13,9	10,4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	3,5	2,7	4,9	2,3	2,6	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	4,4	3,2	5,1	3,9	3,8	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,6	-5,8	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,1	-1,2	-1,1				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	2,1	2,9	2,8	1,4	2,5	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	4,1	3,5	3,8	3,9	3,6	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-3,8	-3,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,3	0,5	0,2				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	2,4	3,2	1,5	1,7	2,3	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,1	1,9	2,9	2,6	2,4	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-2,3	-1,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,0	0,0	0,6				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	1,9	2,4	1,3	0,7	1,6	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	60,0	31,5	18,8	46,6	37,9	32,6	29,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-2,7	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,6	-1,4				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,7	1,7	1,0	1,4	1,7	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,5	4,2	4,5	3,0	3,8	4,0	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-5,8	-5,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,3	-1,6				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	3,4	5,0	4,8	5,1	4,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,8	1,5	0,2	0,3	0,7	0,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,4	-7,6	-7,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	1,5	0,9				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,1	1,9	1,3	4,0	3,2	2,1	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	4,8	3,7	4,8	4,7	5,0	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,1	-7,9	-7,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,5	-2,8	-2,7				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	1,4	1,7	1,5	1,7	1,8	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	3,9	3,8	4,5	4,0	4,0	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-3,5	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-0,8	-0,8				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von 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 **„Transformationstaat“** 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 Anleihe-segment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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.

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Vertrieb Eigengeschäft	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Digitalisierung / Handel	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	André Bienek
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 57 487	Bernd Loder
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de