



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Politische Themen prägen das Geschehen

US-Präsident Trump ist nun seit gut vier Wochen im Amt und wie zu erwarten war, prägt seither das Thema Zölle in sämtlichen Facetten (Androhung, Ankündigung, und Rücknahme) die Schlagzeilen. Interessant ist jedoch, dass **der schärfere Kurs in der US-Handelspolitik sowie die mit dem erratischen Politikstil des US-Präsidenten verbundene Unsicherheit Euro-Dollar nach einem anfänglichen Schock zuletzt nicht mehr übermäßig verunsichert hat**. Dass der sog. „Trump-Trade“ brüchig geworden ist, dürfte dem Umstand geschuldet sein, dass der Markt momentan daraufsetzt, dass Präsident Trump US-Zölle in erster Linie als Werkzeug nutzt, um bei den Handelspartnern entsprechende Zugeständnisse durchzusetzen. **Da er als der große „Deal-Maker“ verstanden werden will, dürfte es nach Marktsicht in den meisten Fällen auf einen Kompromiss hinauslaufen**, so dass sich der realwirtschaftliche Schaden weltweit letztendlich in Grenzen halten sollte.

Wenngleich diese Ansicht zugegebenermaßen Charme hat, so teilen wir sie leider nicht. Vielmehr gehen wir davon aus, dass der **US-Präsident mit seiner Zollpolitik eben nicht nur bellt, sondern beißen will**. Dies meint konkret, dass er seine protektionistische Agenda umsetzen dürfte, was zu einer spürbaren Unsicherheit führen und die ohnehin **schwachen Wachstumsaussichten für die Eurozone belasten** sollte. Auch wenn man sich bei Trump nie sicher sein kann, so heißt es nun mit Blick auf die nächsten spruchreifen Zoll- (Hiobs-) Botschaften aller Voraussicht nach warten bis Anfang April. Dann soll von den US-Behörden ein Bericht vorgestellt werden, der Länder identifiziert, die u.a. „unfaire“ Handelspraktiken gegenüber den USA praktizieren. Laut US-Präsident Trump dürfte es dann auch Details zu den signalisierten Autozöllen in Höhe von rund 25% geben.

Auch wenn es so scheinen mag, alleine gehört dem US-Präsidenten die politische Bühne dieser Tage nicht. Vielmehr werden die Marktteilnehmer den Ausgang der am Sonntag stattfindenden **deutschen Bundestagswahl** aller Voraussicht nach ebenfalls genau verfolgen. Auch hier schwingt auch eine ordentliche Portion **(politische) Unsicherheit mit, dürfte die Regierungsbildung doch alles andere als einfach werden**. Angesichts der immensen Herausforderungen, vor denen die neue Bundesregierung steht, kommt es letztendlich im Sinne der Allgemeinheit auf die Bereitschaft der Koalitionäre an, über den eigenen Schatten zu springen. Will heißen: **Parteipolitische Linie dürfen keinesfalls zu roten Linien werden**, die praktikable und angemessene Lösungen verhindern.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
21.2.2025 08:51 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro erholt sich – aber wie lange noch?	2
USA: Trump rules!	3
Japan: Yen zwischen BoJ-Fantasie und globalem Konjunkturrückschlag	4
Großbritannien: Noch zu früh, um die Sturmwarnung für das Pfund aufzuheben	6
Schweiz: Hoffen auf geopolitische Deeskalation	7
Australien & Neuseeland: RBA und RBNZ senken die Zinsen	8
Kanada: Warten auf Trumps nächsten Zug im Hickhack um US-Zölle	10
Skandinavien: Riksbank in Warteposition – Norwegens Leitzinswende wohl im März	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Globale Zoll- und nationale Inflationsentwicklungen im Blick	13
Türkei & Südafrika: Zinssenkungen mit hawkischem Unterton	14
China: Zölle, Zölle, Zölle – oder doch nicht?	16
Brasilien & Mexiko: Inflations Sorgen vs. Zollängste	18
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	20
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	25
I. IMPRESSUM	26

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro erholt sich – aber wie lange noch?

Anfang des Monats war die EUR-USD-Parität in greifbare Nähe gerückt. Seither konnte sich das Währungspaar allerdings deutlich erholen. Eine wichtige Rolle dürfte hierbei zum einen die Tatsache gespielt haben, dass Trump seine aggressiven Zolldrohungen bislang nicht umgesetzt hat. **Zum anderen hat dem Euro zuletzt vermutlich auch die Hoffnung auf ein mögliches Ende des Kriegs in der Ukraine in die Hände gespielt.** Welcher Faktor hier eine wichtigere Rolle gespielt hat, ist angesichts der derzeitigen Nachrichtenflut kaum zu trennen. Die Tatsache, dass der Euro in den vergangenen Tagen, trotz der stattgefundenen Gespräche zwischen den USA und Russland sogar wieder etwas an Boden verloren hat, spricht jedoch dafür, dass das Zollthema eine größere Rolle spielt.

Tatsächlich ist die Einwertung der **möglichen Auswirkungen einer Beendigung des Kriegs in der Ukraine nicht so einfach**, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Außer Frage steht, dass ein Ende des Kriegs zunächst in vielerlei Hinsicht (vor allem in humanitärer) zu begrüßen wäre. Etwas komplizierter sind hingegen die Auswirkungen auf die Wirtschaft und den Finanzmarkt. Der Optimist würde argumentieren, dass die nun unausweichliche, signifikante Erhöhung der europäischen Verteidigungsausgaben, in Kombination mit dem dann anstehenden Wiederaufbau der Ukraine **ein massives Konjunkturprogramm für die Eurozone darstellt**. Höheres Wachstum bzw. die Aussicht auf höheres Wachstum würde nach Jahren der wirtschaftlichen Misere zu einer Verbesserung des Sentiments führen, und damit auch den Konsum ankurbeln. Zugleich wäre eine höhere Inflation wohl unausweichlich, was wiederum den Zinssenkungsspielraum der EZB begrenzen würde. So betrachtet, **könnte man das Ende des Kriegs in der Ukraine fast als Anlass nehmen, zum Euro-Bullen zu werden**. Dies ist jedoch nur eine Seite der Medaille. Denn der Pessimist wäre geneigt zu betonen, dass die **Finanzierung dieser Ausgaben eine signifikante fiskalische Belastung darstellt**. Sollte es zudem nicht gelingen, einen überzeugenden Pakt zu schnüren (an dem im Idealfall die Europäer gemeinsam mitarbeiten), wird aus dem Konjunkturboom des Optimisten schnell ein Schuldenproblem – auch für den Euro. Viel wird sicherlich davon auch abhängen, wie ein Frieden zustande kommt.

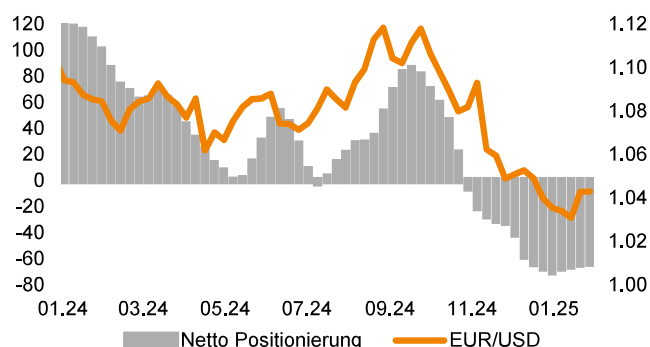
Ausbleibende Zölle und Friedensverhandlungen greifen dem Euro unter die Arme

Die (wirtschaftlichen) Auswirkungen einer Beendigung des Ukraine-Kriegs sind aus heutiger Sicht nicht einfach abzuschätzen

Der Optimist hofft auf konjunkturellen Aufwind, ...

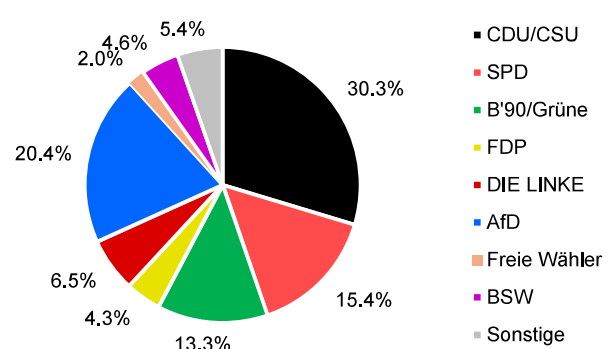
... der Pessimist befürchtet die Auswirkungen auf die ohnehin schon schwierige fiskalische Lage

EUR-USD: Spekulativer Markt setzt weiterhin auf fallende Kurse
LS: Positionen (in '000); RS: EUR-USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Deutsche Bundestagswahl: Potenziell schwierige Mehrheitsverhältnisse
Anteil der Stimmen, in %



Quelle: Diverse Umfrageinstitute, DZ BANK

Noch ist das Ende des Krieges ohnehin noch weit davon entfernt, in trockenen Tüchern zu sein, und es besteht aus heutiger Sicht **kein Anlass zu glauben, dass der Euro seine jüngste Aufholjagd weiter fortsetzen kann**. Sicherlich waren Anfang des Monats schon sehr viele schlechte Nachrichten eingepreist, dennoch sehen wir nach wie vor das Potenzial für neue Enttäuschungen. Die Tatsache, dass Trump bislang davon abgesehen hat, seine Zolldrohungen umzusetzen, wiegt den Markt derzeit in falscher Sicherheit. Die gängige Annahme scheint zu sein, dass Hunde, die bellen nicht beißen und Trump immer wieder Gründe finden wird, um Aufschübe zu gewähren bzw. Ausnahmeregeln geltend zu machen. Auf Dauer dürfte sich diese Annahme jedoch als Trugschluss erweisen. **Wir gehen davon aus, dass die US-Regierung im April eine Anhebung der Zölle ankündigen wird – was sich positiv auf den USD und negativ auf den Euro auswirken dürfte**. Denn mit diesen Zöllen wird sich das wirtschaftliche Bild in der Eurozone weiter eintrüben.

Aktuell sehen wir keinen Grund für eine Fortsetzung der EUR-Aufholjagd, ...

... zumal das Thema Zölle nicht vom Tisch ist

Unsere aktuelle 6M-Prognose in Euro-Dollar von 0,97 USD ist aus heutiger Sicht fraglos als aggressiv zu bezeichnen. Die in unserem Konjunkturbild unterstellte Anhebung der Zölle und die damit einhergehenden Auswirkungen auf die EWU-Konjunktur (und damit auch die Geldpolitik – die Fed dürfte nur noch begrenzten Spielraum für Zinssenkungen haben, der Lockerungsweg für die EZB ist hingegen frei), sprechen u.E. nach jedoch für eine **weitere, deutliche Abwertung des Euros in den kommenden Monaten**.

Wir bleiben bei unserer Prognose, die von einer erneuten Abwertung von EUR-USD ausgeht

Kurzfristig liegt der Fokus jedoch erst einmal auf dem **Ausgang der deutschen Bundestagswahlen**. Aktuelle Umfragen zufolge ist eine schwarz-rote Koalition das wahrscheinlichste Ergebnis, allerdings besteht weiterhin die Gefahr, dass eine Dreierkonstellation notwendig sein wird. **Ein klares Ergebnis mit deutlichen Mehrheiten wäre aus Sicht des Marktes sicherlich positiv zu bewerten** und der Euro könnte ein solches Resultat durchaus mit kurzfristigen Gewinnen goutieren, Zumal der Überhang an EUR-USD-Short-Positionen am spekulativen Markt weiterhin groß ist.

Kurzfristig blickt der Markt nun auf den Ausgang der deutschen Bundestagswahlen

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

USA: Trump rules!

Ein Monat ist vergangen seit Donald Trump seine zweite Amtszeit als US-Präsident angetreten hat und man kann ihm wahrlich nicht vorwerfen, diese Zeit nicht aktiv genutzt zu haben. Es wurden Dekrete unterschrieben, Behörden verschlankt, illegale Einwanderer ausgewiesen, Zölle angedroht (und wieder zurückgenommen), Überlegungen über die Einnahme von Grönland, Kanada und den Gazastreifen angestellt, Friedensverhandlungen mit Russland aufgenommen und das transatlantische Verhältnis neu geordnet.

Trump beginnt seine zweite Amtszeit mit Gusto

In den ersten Wochen nach der Amtseinführung war der Finanzmarkt sichtlich überfordert, mittlerweile ist wieder etwas mehr Gelassenheit eingekehrt. Dies mag zum einen auf erste Gewöhnungserscheinungen zurückzuführen sein. Wir vermuten jedoch auch, dass **viele Investoren sich schwer damit tun, die Auswirkungen der bislang ergriffenen bzw. angekündigten Maßnahmen für sich klar einzuordnen**, zumal sich deren Effekte zum Teil konterkarieren (z.B. sorgen die Massenentlassungen im öffentlichen Sektor *ceteris paribus* für eine höhere Arbeitslosenquote, gleichzeitig tun sich an anderer Stelle aufgrund der harten Einwanderungspolitik Lücken im Arbeitsmarkt auf). Erschwerend kommt hinzu, dass

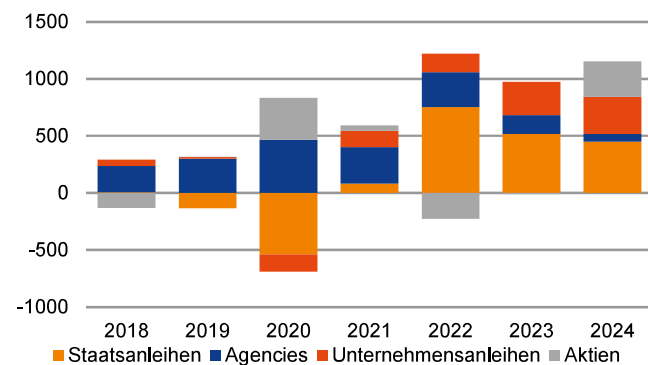
Der Finanzmarkt reagiert überfordert und tut sich schwer, klare Vorgaben zu erkennen

nicht immer sicher ist, welche der angekündigten Maßnahmen schlussendlich umgesetzt werden. Dies trifft in besonderem Maß auf die Handelspolitik des neuen Präsidenten zu. Im Gespräch waren bzw. sind bislang US-Einfuhrzölle in Höhe von 1) 25% auf alle Güter (außer Öl) aus Kanada und Mexiko, 2) 10% auf alle Güter aus allen Ländern, 3) 25% auf alle Importe von Aluminium und Stahl und 4) reziproke Zölle. Die einzige tatsächliche Zollerhebung, die bislang umgesetzt wurde, war die Erhöhung der Importzölle auf chinesische Güter um 10%-Punkte.

Eindeutig nutzt Trump seine Zolldrohungen als Verhandlungsmasse und ist bei adäquaten (=gesichtswahrenden) Zugeständnissen bereit, einzulenken. Auf Dauer wird es jedoch nicht bei reinen Drohungen bleiben und wir gehen davon aus, dass die US-Regierung die Importzölle im April durchweg anheben wird. Für den Finanzmarkt birgt dies durchaus nicht unerhebliches Überraschungspotenzial, denn aktuell gehen viele Marktteilnehmer offenbar davon aus, dass Trump es bei Drohungen belassen wird. Für den USD ergibt sich daraus für die kommenden Monate weiterhin Aufwertungspotenzial, während Währungen wie der Euro negativ auf die sich hieraus ergebenden wirtschaftlichen Konsequenzen im Heimatmarkt reagieren dürften.

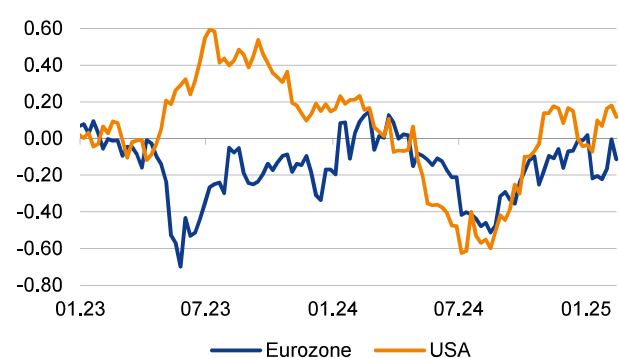
Insbesondere die Handelspolitik wirft weitere Fragen auf - wir gehen davon aus, dass es nicht bei reinen Zolldrohungen bleiben wird

Ausländische Investoren setzen nach wie vor auf US-Anlagen – und dabei vermehrt wieder auf den Aktienmarkt
Ausländische Käufe von USD-Werten (Jahreswerte in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg, US Treasury, DZ BANK

US-Surprise Index steht und fällt im Takt der Trump'schen Politik
Surprise-Index (in Prozent)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

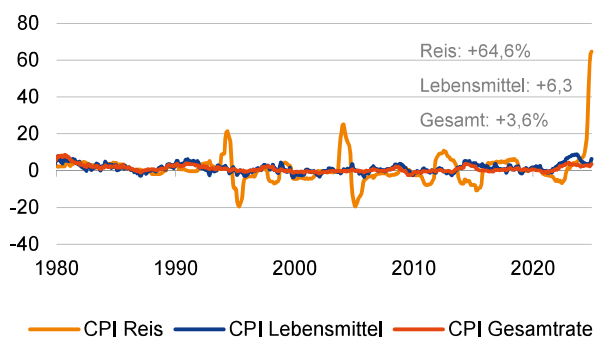
Japan: Yen zwischen BoJ-Fantasie und globalem Konjunkturrückschlag

Dank höherer Investitionen und starkem Außenbeitrag konnte Japans Wirtschaft im vierten Quartal unerwartet stark expandieren. Die frisch veröffentlichte erste Schätzung bescheinigt ein BIP-Plus um 0,7% (Q/Q) bzw. 2,8% (annualisiert) und damit fast doppelt so viel wie marktseitig erhofft. Sogar der private Konsum, der aufgrund der anhaltend hohen Inflation unter keinem guten Stern steht, konnte positiv überraschen. Statt des befürchteten Konsumeinbruchs um 0,3% gab es hier ein zwar mageres, aber immerhin doch ein Plus um 0,1%. Die Sorgen um die hohen Lebensmittelpreise bzw. den damit verbundenen Kaufkraftverlust hängen aber weiter als dunkle Wolke über dem Wachstumsausblick. Zu einem regelrechten Politikum wird der Anstieg des Reispreises. Eine schlechte Ernte im Herbst 2023 sowie Hortungskäufe nach mehreren Naturkatastrophen haben den Preis steil nach oben getrieben. Im Dezember lag das Plus gegenüber dem Vorjahr bei 64%, seit fünf

Unerwartet starkes Wachstum zum Jahresende

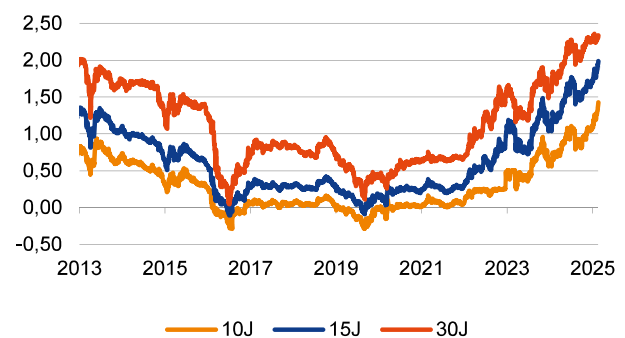
Monaten wird durchgehend ein neuer historischer Rekord vermeldet. Dass das 2%-Inflationsziel wieder und wieder verfehlt wird, ist hinlänglich bekannt. Speziell der **Inflationsdruck bei Lebensmitteln** wird von den Konsumenten aber überproportional wahrgenommen und hinterlässt entsprechende Spuren bei Inflationserwartungen und Konsumklima. Nicht weniger dunkel sind die Wolken, die über dem Exportsektor hängen. Über den heraufziehenden Handelsstreit, drohende Zölle und die Belastungen für die Weltwirtschaft wird in dieser Publikation an anderer Stelle ausgiebig berichtet, so dass wir uns hier auf den Hinweis beschränken, dass auch Japans Außenhandel vor schwierigen Zeiten steht.

Explodierende Lebensmittelpreise führen zu Unruhe in Bevölkerung
Konsumentenpreise, in % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Finanzierungskosten für Japans Neuverschuldung deutlich gestiegen
JGB-Renditen, in %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Dass nicht nur die Bank von Japan, sondern auch die Renditen am Staatsanleihe-markt (JGBs) in Bewegung sind, dürfte für Leser dieser Publikation keine Neuigkeit sein. **Die zehnjährigen Renditen nehmen Kurs auf 1,50%, bei den enger an der Geldpolitik hängenden sind es über 0,80% ...** beides Niveaus, die wir seit anderthalb Jahrzehnten nicht mehr gesehen haben. Der Zinsanstieg der letzten Quartale ist berechtigt, aber damit nicht frei von Nebenwirkungen. Ein Aspekt, der (wenn auch erst langfristig) zur Diskussion stehen dürfte, sind die zinsbedingt **steigenden Kosten der Staatsverschuldung**. Der IWF hat jüngst berechnet, dass sich die Kosten für Japans Schuldendienst bis zum Jahr 2030 verdoppeln werden. Schon heute droht der Minderheitsregierung von Premier Ishiba eine deutliche Verschlechterung der Fiskallage aufgrund absehbar höherer Militärausgaben und **demografischem Wandel**. Wenn wir dazu noch den geplanten **Rückzug der Bank von Japan aus von ihr gehaltenen JGB-Anleihen** nehmen, also der wichtigste bisherige Käufer wegfällt, wird die fiskalische Herausforderung perfekt.

Fiskalische Herausforderungen an allen Ecken

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

Großbritannien: Noch zu früh, um die Sturmwarnung für das Pfund aufzuheben

Der Winter mag sich langsam verabschieden, aber für das britische Pfund hat sich das Sturmrisiko um keinen Deut verringert. Dies ist jedoch kein Indiz für eine deutliche Abwertung des Pfund Sterling, da auch einige andere wichtige Währungen mit Problemen zu kämpfen haben.

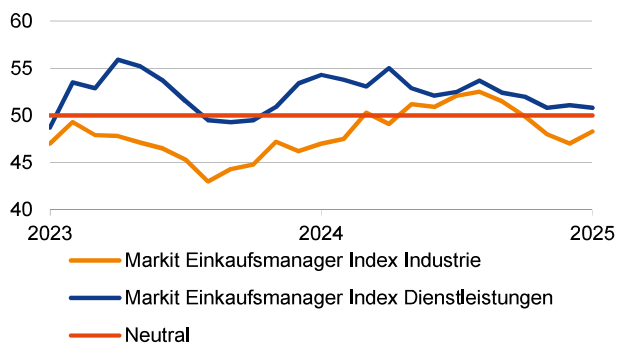
Schwierige Zeiten für das britische Pfund

Die Binnenkonjunktur war in der zweiten Jahreshälfte 2024 von einem kaum nennenswerten Wirtschaftswachstum geprägt. Dies verleiht der Wirtschaftstätigkeit zu Beginn des Jahres 2025 keine Impulse. So hat die **Bank of England (BoE)** auf ihrer Februar-Sitzung ihre **BIP-Wachstumsprognose für 2025 von 1,5% auf 0,75% nach unten korrigiert**. Die Prognose der DZ BANK ist mit 1,1 % etwas optimistischer, wurde jedoch von 1,4% herabgesetzt. Normalerweise würden die wirtschaftlichen Aussichten die BoE dazu veranlassen, ihre Geldpolitik zu lockern, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. **Da jedoch die jährliche Inflationsrate im Dezember mit 2,5% (J/J) über dem Zielwert lag und auch in den Jahren 2025 und 2026 über 2% bleiben dürfte, hat die Zentralbank wenig Handlungsspielraum für Zinssenkungen.** Für den Rest des Jahres 2025 erwarten wir daher nur noch zwei Zinssenkungsschritte um jeweils 25 Basispunkte.

Schwache Wirtschaftsleistung in H2 2024 verheißt nichts Gutes für 2025

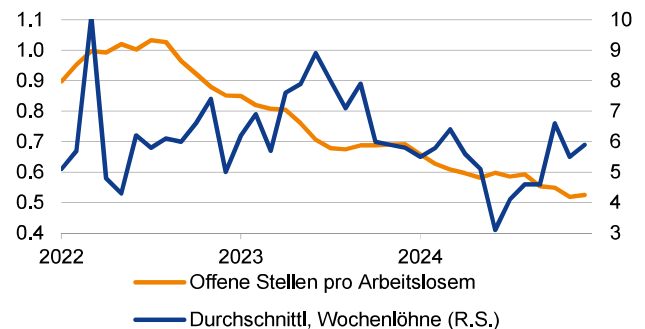
Die BoE steht vor einer Art politischem Dilemma

PMIs deuten auf ein schwaches BIP-Plus in der ersten Jahreshälfte 2025 hin, was die BoE-Tauben zur Kenntnis nehmen werden
Indexpunkte



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der Arbeitsmarkt kühlt sich allmählich weiter ab; das Lohnwachstum dürfte BoE bei Zinssenkungen jedoch umsichtig agieren lassen
Wachstumsrate der durchschnittlichen Wochenlöhne in % (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Neben der weiterhin über dem BoE-Ziel liegenden Inflation machen der Notenbank auch der Arbeitsmarkt, die britische Haushaltslage und Trumps Zollpolitik das Leben schwer. Der **Arbeitsmarkt** zeigt seit Monaten **Anzeichen einer Abkühlung**, da die Zahl der offenen Stellen zurückgeht, während die Zahl der Arbeitssuchenden leicht ansteigt. **Das starke Lohnwachstum ist jedoch kaum mit einer niedrigen und stabilen Inflationsrate vereinbar, wie sie von der BoE angestrebt wird.** Was die **Finanzpolitik** betrifft, so droht eine Kombination aus verlangsamtem Wachstum, das die Steuereinnahmen schmälert, und höheren Renditen für Staatsanleihen den finanzpolitischen Handlungsspielraum der Schatzkanzlerin aufzuzehren. Der offizielle Bericht des Office of Budget Responsibility (OBR) wird am 26. März erwartet. Je nachdem, wie dieser ausfällt, **könnte Finanzministerin Reeves sich gezwungen sehen, im zweiten Quartal entweder die Ausgaben zu kürzen oder die Steuern weiter zu erhöhen.** Keine der beiden Optionen ist gut. Schließlich besteht immer noch eine erhebliche **Unsicherheit darüber, wie sich die US-Zollpolitik auf die einzelnen Länder auswirken wird und ob diese Länder in gleicher Weise reagieren werden.** Auch dies trübt die Aussichten für die Finanz- und Geldpolitik. Wenn jedoch Gegenzölle auf Importe aus den USA die Inflation im

Geldpolitischer Ausblick durch in- und ausländische Faktoren erschwert

Vereinigten Königreich in die Höhe treiben, während die Exporte unter einer Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit leiden, dürfte die Antwort für die BoE eine Herausforderung darstellen.

Der Ausblick für das britische Pfund wird daher von einer Reihe von Unsicherheiten getrübt, aber zumindest von der Zinsseite ist in den kommenden Monaten Unterstützung zu erwarten. **Solange keine Klarheit über die Aussichten für Wirtschaft und Handel herrscht, werden sich Marktteilnehmer wohl kaum stark engagieren, weshalb ein neuer großer Trend unwahrscheinlich ist.** Da die Eurozone jedoch weiterhin mit Problemen zu kämpfen hat, wird erwartet, dass das Pfund zumindest gegenüber der Gemeinschaftswährung an Wert gewinnen wird.

Zinspolitik dürfte das Pfund in den kommenden Monaten stützen

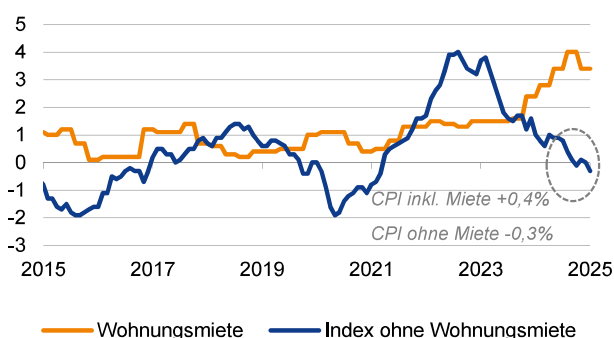
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Hoffen auf geopolitische Deeskalation

Trumps erratischer Kurs in der Handelspolitik war in den letzten Wochen oft genug Anlass für erhöhte Unsicherheit. Im Vorfeld der Sicherheitskonferenz in München rückten plötzlich seine geopolitischen Vorstellungen in den Fokus. Trumps Schulterschluss mit Putin hat gemischte Reaktionen ausgelöst. Die vereinbarte Aufnahme von Friedensverhandlungen zwischen den beiden Großmächten (möglicherweise sogar ohne direkte Beteiligung der Ukraine oder der EU) verdient eine intensive und kritische Diskussion seitens der Politik; die Finanzmärkte sehen es pragmatischer. **Die Hoffnung auf einen schnellen Frieden - egal zu welchen Bedingungen - ließ den Safe-Haven-Franken abwerten** und hat EUR-CHF kurzzeitig wieder über 0,95 CHF gebracht. Auch auf die Gefahr hin, nur das Offensichtliche zu wiederholen: Es braucht wesentlich mehr als ein Treffen von Trump und Putin, um den Krieg zu beenden. Selbst wenn sich die beiden auf Bedingungen für ein Friedensabkommen verständigen könnten (was alles andere als selbstverständlich ist), werden die Ukraine und die europäischen Verbündeten ihr Mitspracherecht einfordern. **Der jüngste Rückzug aus dem Sicheren Hafen könnte sich daher als voreilig erweisen.** Nicht zuletzt auch, weil die **US-Zollandrohung ab April** weiter als Damoklesschwert über dem globalen Investorensentiment hängt.

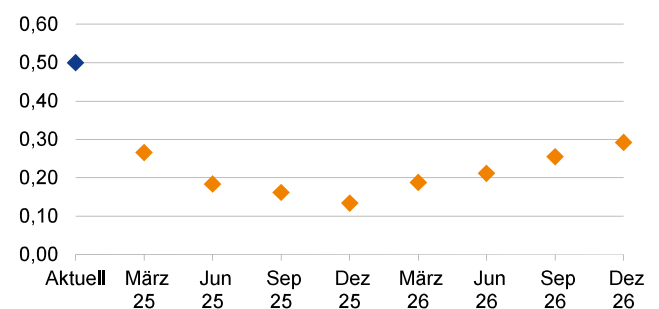
Safe-Haven-Franken setzt auf schnellen Frieden in der Ukraine

Herzlich willkommen zurück in der Deflation
Konsumentenpreisindex, Veränderung J/J in %



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS), DZ BANK

Zinssenkung am 20. März fest eingepreist – und dann?
Eingepreistes Leitzinsniveau zu SNB-Sitzungsterminen, in %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Jenseits der geopolitischen Entwicklungen bleibt die Deflationsgefahr das heißeste Thema für die Alpenwährung. **Die Schweizer Konsumentenpreise sind im Januar nur noch um 0,4% (J/J) gestiegen, bereinigt um Mieten wären sie sogar um 0,3% (J/J) gefallen.** Die Produzenten- und Importpreise lagen sogar den 21. Monat in Folge im Minus (Januar: -0,3% J/J). Wie die Schweizer Nationalbank auf dieses deflationäre Umfeld reagiert, werden wir bei ihrer **Sitzung am 20. März**, kurz vor Veröffentlichung des nächsten Devisen Monthly, erfahren. Wir rechnen fest mit einer **weiteren Zinssenkung um mindestens 25 Bp; angesichts des hartnäckigen Deflationsdrucks wären auch 50 Bp nicht utopisch.** Hätten wir ein Stimmrecht, würden wir mit Nachdruck fordern, dass auch die Währungspolitik deutlich expansiver gestaltet wird und Interventionen zur Franken-Schwächung nicht mehr nur als „grundsätzlich denkbare“ Instrument betrachtet werden. Mehr dazu in der nächsten Ausgabe ...

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

Safe-Haven-Franken setzt auf schnellen Frieden in der Ukraine

Australien & Neuseeland: RBA und RBNZ senken die Zinsen

Die australische Notenbank (RBA) hat ihren Leitzins im Februar zum ersten Mal seit November 2020 gesenkt – endlich! Lange hatte die Zentralbank gezögert, zu groß war die Angst davor, die Inflation (bzw. die Inflationserwartungen) mit einem voreiligen Schritt neu zu entfachen. **Die letzten Inflationsdaten haben die Nerven der RBA jedoch beruhigt und so rang sich der Geldpolitische Rat Mitte Februar zu einer Senkung um 25 Basispunkte durch.** Dass der RBA dieser Schritt, trotz der zuletzt ermutigenden Inflationsdaten, nicht leicht gefallen ist, zeigt das Statement. Immer wieder verweist die Notenbank auf die noch vorhandenen Inflationsrisiken. Gouverneurin Michele Bullock war ebenfalls bestrebt, deutlich zu machen, dass diese Zinssenkung **keinesfalls als Startschuss für einen aggressiven Zinssenkungszyklus verstanden werden sollte.**

Die RBA hat sich im Februar endlich aus der Deckung getraut und die Zinsen gesenkt

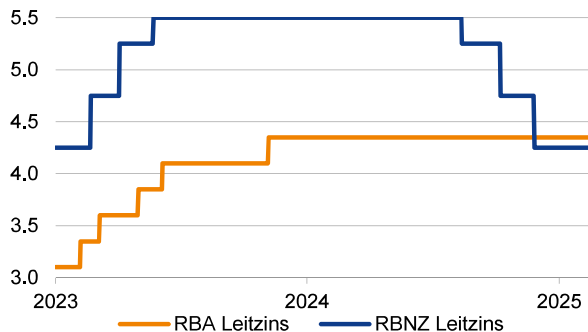
Die Währung reagierte dementsprechend auch kaum auf die Ankündigung. Zwar wurde die Zinssenkung zunächst mit leichten Verlusten quittiert (ein Rest Zweifel waren wohl immer noch vorhanden), mittlerweile handelt AUD-USD jedoch bereits wieder unweit der Marke von 0,64 USD. **Auch die Zinssenkungserwartungen des Marktes haben sich eher verringert** – hatte der Markt vorher Ende des Jahres noch mit einem Leitzins von 3,40% gerechnet, antizipiert er nun 3,65% und damit weniger Zinssenkungen als vor der Sitzung.

Die Haltung der RBA bleibt extrem vorsichtig, was den AUD davor bewahrt, größere Verluste einzustecken

In den kommenden Wochen und Monaten dürften ein starker US-Dollar und das Auf und Ab der Zinssenkungserwartungen (RBA) den AUD immer wieder kurzfristig unter Druck setzen. **Mittelfristig rechnen wir jedoch weiterhin mit einer erneuten Aufwertung des Aussie.** Denn wenngleich die Zentralbank nun begonnen hat, die Zinsen zu senken, so bleibt das Zinsniveau attraktiv und der von uns unterstellte, sehr flache Zinssenkungszyklus wird hieran wenig ändern.

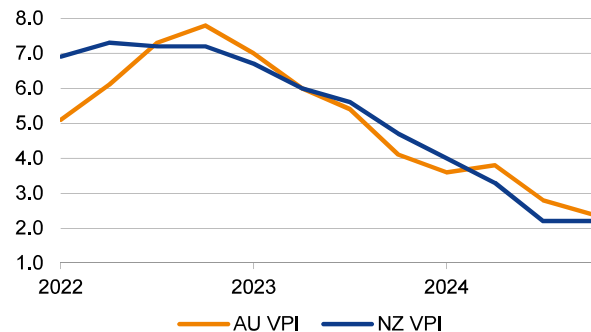
Mittelfristig dürfte der AUD Boden gut machen

Die RBA beginnt endlich, die Zinsen zu senken, während die RBNZ vorprescht. 2025 weitere Senkungen erwartet
In Prozent



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Inflation sinkt nicht mehr ganz so schnell und die geldpolitische Lockerung wird wohl in 2025 nur allmählich fortgesetzt
In Prozent, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die neuseeländische Wirtschaft war im Jahr 2024 schwach, wobei das BIP im zweiten und dritten Quartal um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal schrumpfte. Unterdessen sank die jährliche Inflationsrate von 4% im ersten Quartal auf 2,2% im vierten Quartal (jeweils J/J). Dies lieferte der neuseeländischen Zentralbank eine ausreichende Rechtfertigung, um die Zinssätze in der zweiten Jahreshälfte 2024 von 5,5% auf 4,25% zu senken.

Eine schwache Wirtschaft führte 2024 zu erheblichen Zinssenkungen durch die RBNZ

Die wirtschaftlichen Aussichten haben sich zum Besseren gewendet. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor liegen nun beide wieder über der 50-Punkte-Marke, die (ungefähr) die Grenze zwischen wirtschaftlicher Expansion und Kontraktion markiert. Auch die Verbraucherstimmung hat sich in den letzten Monaten verbessert. Dies deutet darauf hin, dass die Zinssenkungen der RBNZ die gewünschte Wirkung zeigen. Da die Inflation in diesem Jahr unter der Mitte des Zielbereichs der Zentralbank von 1–3% bleiben dürfte, hat die RBNZ im Jahresverlauf Spielraum für weitere Zinssenkungen. Dies wird das Wirtschaftswachstum fördern, ohne Risiken in Bezug auf die Inflation einzugehen.

RBNZ: Spielraum für weitere Leitzinssenkungen

Was den Neuseeland-Dollar betrifft, so besteht angesichts der Tatsache, dass der Euro in den nächsten sechs Monaten gegenüber dem US-Dollar unter Druck geraten dürfte, Aufwärtsspielraum. Wir sehen EUR-NZD daher auf Sicht von sechs Monaten wieder im Bereich von 1,70 NZD. Die Aussichten für NZD-USD sind hingegen eher unklar. Eine bessere Leistung der neuseeländischen Wirtschaft sollte dem NZD helfen, gegenüber dem Greenback Boden gutzumachen. Allerdings ist die Unsicherheit im Zusammenhang mit der amerikanischen Handelspolitik (v.a. Zölle) insgesamt NZD-negativ zu werten. Der Handel wird wahrscheinlich unruhig sein, und eine klare Richtung wird sich möglicherweise erst im Frühjahr herausbilden. Daher wird kurzfristig mit mehr Bewegung in dem bereits 2025 beobachteten Bereich (etwa 0,55-0,58 USD) gerechnet. Das Aufwärtspotenzial für den NZD wird dabei auch von unserer Erwartung limitiert, dass die RBNZ die geldpolitischen Zügel weiter lockern wird, während der Zinssenkungsspielraum für die Fed nur noch sehr begrenzt ist.

NZD hat Aufwertungspotenzial gegenüber einem schwachen Euro ...

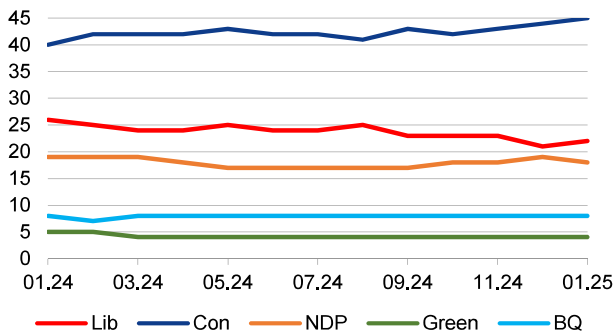
... allerdings dürfte er sich gegenüber einem festen US-Dollar schwer tun

Kanada: Warten auf Trumps nächsten Zug im Hickhack um US-Zölle

Für die kanadische Wirtschaft, die Geldpolitik und die Politik besteht nach wie vor große Unsicherheit. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Bank of Canada (BoC) ihre Politik übereilt anpassen wird solange keine Klarheit über die mittelfristigen Aussichten besteht. Die Hauptursache für die **wirtschaftliche Unsicherheit Kanadas** liegt in Washington D.C., insbesondere in der **unberechenbaren Zollpolitik Trumps**. Vor einigen Wochen wurde ein Zoll von 25% auf kanadische Exporte in die USA verhängt (mit Ausnahme von Rohöl, für das ein Zoll von 10% gilt). Dieser **Zoll wurde kurz darauf für einen Monat ausgesetzt**. Inzwischen wurde ein separater Zoll von 25% auf US-Stahl- und Aluminiumimporte angekündigt. Die USA sind der wichtigste Absatzmarkt für kanadische Stahl- und Aluminiumexporte, und ein Zoll von 25% dürfte diese Exporte gefährden.

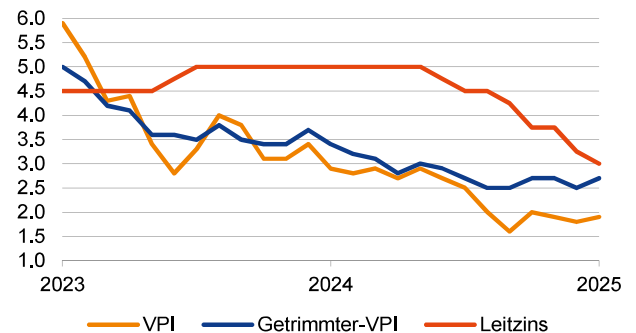
US-Zollpolitik von großer wirtschaftlicher Bedeutung

Meinungsumfragen zeigen die Konservativen weiterhin vorne, aber Trump scheint die Unterstützung für die Liberalen gestärkt zu haben
Wahlabsichten in %; Monatsende



Quelle: 338canda.com, DZ BANK

Die BoC hat die Zinsen weiter gesenkt, da sich die Inflation in der Zielspanne stabilisiert hat; BoC nun in abwartender Haltung
In % ,J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In der kanadischen Politik ist der **Kampf um den Parteivorsitz der Liberalen in vollem Gange**, und das Ergebnis sollte bis Mitte März feststehen. Inzwischen konnten Premierminister Trudeau und seine **Liberale** Partei ihr Ansehen bei den kanadischen Wählern durch ihre **entschiedene Haltung gegenüber Trumps Zollpolitik** und den Äußerungen über eine Annexion Kanadas leicht verbessern, liegen aber immer noch mehr als 20 Prozentpunkte hinter den Konservativen.

Trudeau und Liberale dank Trumps Tiraden leicht im Aufwind

Was die Geldpolitik betrifft, so hat die Bank of Canada das Jahr mit einer weiteren Zinssenkung begonnen, wenn auch nur um 25 Basispunkte und nicht um 50 Basispunkte wie Ende letzten Jahres. Nachdem die Bank of Canada die Zinsen in etwas mehr als sieben Monaten um 200 Basispunkte gesenkt hat, müssen sich die **Auswirkungen der geldpolitischen Lockerung erst noch in der Realwirtschaft zeigen**. Es ist nun sehr wahrscheinlich, dass die BoC ihre Politik für etwa ein oder zwei Monaten auf Eis legen wird, um zu beobachten, wie sich die Wirtschaft entwickelt und was an der handelspolitischen Front passiert. **Die Aussicht auf eine unveränderte Geldpolitik und keine weiteren Zinssenkungen der BoC dürfte den kanadischen Dollar kurzfristig stützen**. Sobald sich jedoch ein klareres Bild von der kanadischen Politik und den Parlamentswahlen sowie der US-Zollpolitik abzeichnet, dürfte der kanadische Dollar, der bereits viele schlechte Nachrichten eingepreist hat, wieder etwas von dem in den letzten Monaten verlorenen Boden gutmachen können.

Bank of Canada dürfte nun eine Zinspause einlegen

CAD könnte verlorenes Terrain zurückgewinnen, aber Innenpolitik und US-Zölle stellen Risiken dar

Skandinavien: Riksbank in Warteposition – Norwegens Leitzinswende wohl im März

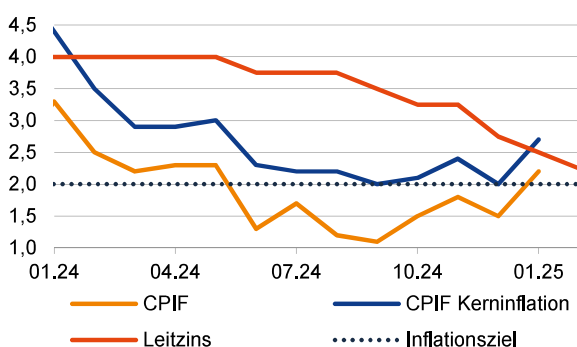
Das Inflationsmaß auf das sich die Riksbank fokussiert, der Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz CPIF, lag im Januar bei 2,2% im Jahresvergleich, was einem Anstieg von 0,7 Prozentpunkten gegenüber Dezember entspricht. Die Kerninflation, die die Energiepreise ausschließt, lag bei 2,7% im Jahresvergleich und dies entspricht ebenfalls einem Anstieg von 0,7 Prozentpunkten. **Sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation lagen damit deutlich über den Markterwartungen als auch über der jüngsten Prognose der Riksbank von 1,8%, beziehungsweise 2,4%.** Zwar könnte der Verbraucherpreisindex aufgrund des Korbefekts – Anpassungen des Index-Warenkorbs, die in Schweden üblicherweise jedes Jahr im Januar vorgenommen werden – etwas anfälliger für Revisionen sein. Dennoch spiegeln diese eine ungewöhnliche monatliche Dynamik wider. **Dies impliziert eine aggressive Preisanpassung zu Beginn des Jahres** im Gegensatz zu den üblichen Verläufen zu Beginn früherer Jahre.

Schwedens Inflation zu Jahresbeginn merklich angestiegen

Wir gehen davon aus, dass sich durch die Inflationsentwicklung die Wahrscheinlichkeit weiterer Leitzinssenkungen deutlich verringert hat. Vor der März-Sitzung wird es zwar eine weitere Inflationsveröffentlichung geben, sowie weitere Daten zum Arbeitsmarkt und zu Frühindikatoren, die eher in eine expansive Richtung tendieren könnten. Angesichts der jüngsten Kommunikation erwarten wir jedoch, dass die Riksbank eine Warteposition einnehmen wird. **Vor dem Hintergrund eines absehbaren Endes von Leitzinssenkungen gehen wir davon aus, dass Notierungen in EUR-SEK um 11,25 SEK auf zwölf Monate Bestand haben werden.**

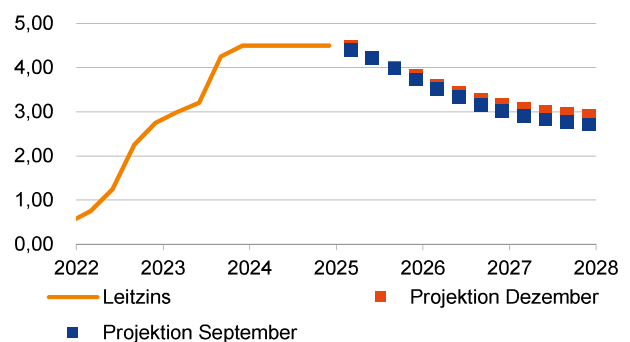
Riksbank dürfte Warteposition einnehmen – Krone stabil erwartet

Schweden: Inflation wieder aufwärtsgerichtet – Leitzins dürfte nicht weiter sinken
In Prozent



Quelle: LSEG, DZ BANK

Norwegen: Leitzinssenkungszyklus zeichnet sich ab
Leitzinsprojektionen der Norges Bank; In Prozent



Quelle: LSEG, Norges Bank, DZ BANK

Der Ausschuss für Geldpolitik und Finanzstabilität der Norges Bank hat in seiner Sitzung am 22. Januar einstimmig beschlossen, den Leitzins unverändert bei 4,5% zu belassen und bekräftigte, dass die Zinssenkungen wahrscheinlich im März beginnen werden. Allerdings bestehe erhebliche Unsicherheit über die Aussichten sowohl für die globale als auch für die norwegische Wirtschaft. Der Ausschuss äußerte sich besorgt über die Gefahr einer Zunahme internationaler Handelshemmnisse. Höhere Zölle dürften das globale Wachstum dämpfen, die Auswirkungen auf die Preisaussichten in Norwegen seien aber noch ungewiss. Im vierten Quartal hat sich die Wirtschaftsleistung des Festlandes (ohne die Offshore-Aktivitäten) überraschend stark abgeschwächt, und zwar um -0,4% gegenüber dem Vorquartal. Die Norges Bank

Auswirkungen der US-Zölle auf Norwegens Wachstum und Inflation noch ungewiss

war von einem Anstieg um 0,3% (Q/Q) ausgegangen. **Da sich auch am Arbeitsmarkt eine leichte Entspannung zeigt und sich zudem 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.

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 relativ stabil erwarteten Rohölpreisen um 75 USD/Barrel auf Drei- und Sechsmonatsfrist sowie 70 USD/Barrel auf Jahresfrist gestützt. **Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,70 NOK.**

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

**EUR-NOK-Notierungen auf Jahres-
frist bei 11,70 NOK erwartet**

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Globale Zoll- und nationale Inflationsentwicklungen im Blick

Die CE3-Währungen, Zloty, Forint und tschechische Krone präsentieren sich derzeit gegenüber dem Euro in überaus robuster Verfassung. Sie profitieren von der Euro-Dollar-Erholung und damit verbunden der **momentanen Einschätzung des Marktes, wonach Präsident Trump US-Zölle in erster Linie als Werkzeug nutzt, um bei den Handelspartnern entsprechende Zugeständnisse durchzusetzen.**

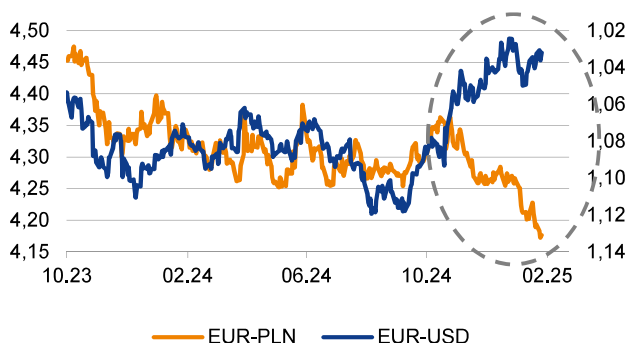
Da er sich als „Deal-Maker“ versteht, dürfte es nach Marktsicht meist auf einen Kompromiss hinauslaufen, so dass sich der realwirtschaftliche Schaden weltweit letztendlich in Grenzen halten sollte. Unter die Rubrik „Deal-Maker“ fällt auch das zweite Argument, welches den CE3-Währungen aktuell unter die Arme greift: Die nach dem Gespräch zwischen US-Präsident Trump und seinem russischen Amtskollegen Putin aufgekommenen **Hoffnungen auf ein Ende des Ukraine-Kriegs, welches die geopolitischen Risiken für Zloty und Co. spürbar verringern würde.** Und last but not least verleihen den CE3-Währungen derzeit noch nationale geldpolitische Argumente, konkret die in den dortigen Ländern weiterhin **restriktive Leitzinspolitik**, Flügel.

Dass die Notenbanken ihre Leitzinsen länger als zunächst erwartet unverändert belassen, in ihren Leitzinssenkungszyklen pausieren bzw. auf ihrem Weg zur geldpolitischen Lockerung nur noch sehr zurückhaltend agieren, sind in erster Linie **den auf breiter Front wieder aufgeflamten Inflationsrisiken geschuldet.** Wie auch in der Eurozone spielt hierbei neben nationalen Faktoren die Dienstleistungsinflation eine wichtige Rolle. Während die Teuerung in Polen und Ungarn jüngst stärker als erwartet gestiegen ist, bewegt die Inflation in Tschechien hingegen hartnäckig im Bereich der oberen Begrenzung der Inflationszielspanne der dortigen Zentralbank (3%, J/J). Da die Teuerung sowohl in Polen als auch in Ungarn ihren Höhepunkt den allgemeinen Erwartungen zufolge im Verlauf des ersten Quartals erreicht haben sollte, rechnen wir mit Blick auf die am 25. Februar bzw. 12. März anstehenden **nächsten geldpolitischen Entscheidungen der ungarischen und polnischen Währungshüter erneut mit unveränderten Leitzinsniveaus von 6,50% und 5,75%.**

Markthoffnungen und anhaltend restriktive Geldpolitik beflügeln CE3-Währungen

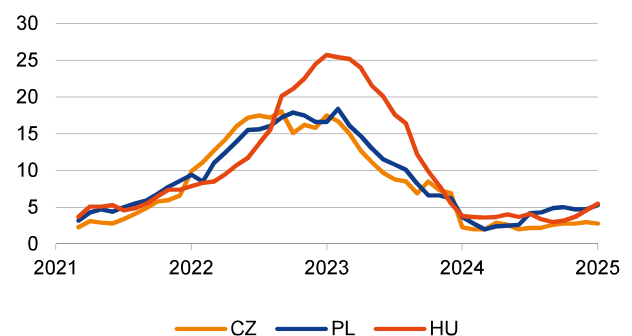
Währungshüter in Budapest und Warschau noch in abwartender Haltung erwartet

Zloty geht momentan eigene Wege; nachhaltig dürfte er sich nicht von der globalen EUR-USD-Entwicklung lösen können
LS: EUR-PLN; RS: EUR-USD, invers



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

CE3: Inflationssorgen dominieren erneut das geldpolitische Geschehen
Alle nationalen Inflationswerte (Gesamtraten) in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Unserer Einschätzung zufolge dürfte die **momentan zu beobachtende Aufwertung der CE3-Währungen nicht von Dauer sein**. Vielmehr gehen wir davon aus, dass der Gegenwind für sie in das Frühjahr hinein zunehmen sollte. Anlass zu dieser Einschätzung gibt uns unsere Erwartung, wonach US-Präsident Trump mit seiner Zollpolitik eben nicht nur bellt, sondern beißen will. Dies meint konkret, dass er seine protektionistische Agenda umsetzen dürfte, was zu einer spürbaren Unsicherheit führen und die ohnehin schwachen Wachstumsaussichten für die Eurozone belasten sollte. **Angesichts der engen wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen zwischen den CE3-Staaten und der E(W)U sollten sich unter diesen Vorzeichen auch die konjunkturellen Perspektiven in Osteuropa eintrüben** und die CE3-Währungen niedriger notieren lassen. Erschwerend dürfte dann für Zloty und Co. hinzukommen, dass marktseitig auch wieder verstärkt Leitzinssenkungsspekulationen aufkommen sollten, **gehen wir doch davon aus, dass die Inflation ihren Höhepunkt dann überwunden haben sollte**. Und als ob dies nicht schon genug Ballast für die CE3-Währungen wäre, droht auch noch von der US-Seite für das Segment der EM-Währungen via eines nur noch geringen Leitzinssenkungsspielraums der Fed und eines erstarkten US-Dollars Gegenwind.

Momentan zu beobachtende Stärke von Zloty & Co. sollte nicht von Dauer sein

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

Türkei & Südafrika: Zinssenkungen mit hawkischem Unterton

Die **türkische Lira** steht auch zu Beginn des neuen Jahres weiter unter **Abgabedruck** und markierte hierbei im Februar gegenüber dem US-Dollar ein neues Rekordtief. Auch gegenüber dem schwächelnden Euro ist die Lira jüngst wieder in die Defensive geraten. Konkret ist sie hier nun wieder im Bereich ihrer im Herbst ausgemachten historischen Tiefststände anzutreffen. Was ihre **Belastungsfaktoren** betrifft, so handelt es sich um alte Bekannte. Neben der **globalen USD-Stärke** und den weiterhin **hohen US- (Leit-) Zinsen** stellt auch die **türkische Inflation** weiterhin eine Bürde für die Lira dar. So ging doch die Teuerung im Januar erneut etwas weniger stark als marktseitig erwartet zurück. Mit 42,12% (J/J) in der Gesamt- und 42,65% (J/J) in der Kernrate ist die Inflation nach wie vor die sprichwörtlichen Lichtjahre von dem Inflationsziel (5%) der türkischen Notenbank (TCMB) entfernt.

Türkische Lira unter Abgabedruck – Belastungsfaktoren sind alte Bekannte

Unserer Einschätzung zufolge dürfte die **weitere Marschrichtung der türkischen Landeswährung** auch in den kommenden Wochen von der **globalen USD-Entwicklung** und damit verbunden den weiteren Entwicklungen in der US-Zollpolitik (Stichwort: reziproke Zölle) abhängig sein. Zugleich sollten weiterhin **nationale Argumente** nicht vernachlässigt werden. In diesem Zusammenhang verdienen besonders die folgenden (Daten-) Veröffentlichungen Aufmerksamkeit: 1) **türkische Wachstumszahlen** für das Schlussquartal 2024 (28. Februar), 2) **Inflationsdaten** für Februar (3. März), 3) **Leitzinsentscheidung der TCMB** (6. März).

Sowohl nationale als auch globale Faktoren bestimmen weiterhin die Marschrichtung der Lira

Nach Einschätzung des Marktes dürfte die **konjunkturelle Dynamik** im vierten Quartal **erneut nachgelassen** haben, wird doch allgemein nur noch mit einem BIP-Plus von 1,6% (J/J) nach 2,1% (J/J) im dritten Quartal gerechnet. **Als bremsend dürfte sich hierbei erneut die Binnennachfrage erweisen, während die Nettoexporte moderate Wachstumsimpulse liefern sollten**. Hat der konjunkturelle Gegenwind zum Ende des zurückliegenden Jahres erwartungsgemäß zugenommen, dürfte sich die Lira hierüber zumindest in einer ersten Reaktion wenig erfreut zeigen, zumal jüngst auch der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende

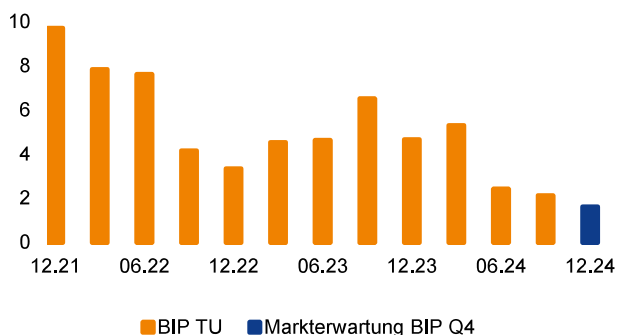
Konjunktureller Gegenwind dürfte Ende 2024 weiter zugenommen haben

Gewerbe mit einem Rückgang auf 48 Punkte keinen zuversichtlichen Ausblick skizziert.

Etwas genauer als die Wachstumszahlen dürfte die Lira die **Inflationszahlen** für Februar unter die Lupe nehmen, sind diese doch ein **wichtiger Baustein** für die nächste **geldpolitische Entscheidung der türkischen Zentralbank**. Unserer Ansicht nach sollten diese Zahlen einmal mehr deutlich machen, dass der **Kampf gegen die Inflation einem Langstreckenlauf** gleicht, für den es eines langen Atems bedarf. In diese Richtung wiesen auch die jüngsten Inflationsprojektionen der TCMB. So nahmen doch die Währungshüter Anfang Februar ihre entsprechenden Erwartungen für Ende 2025 von 21% auf 24% nach oben. Zugleich machte TCMB-Chef Karahan deutlich, dass die Notenbank geldpolitisch nicht auf Autopilot geschaltet hat und der weitere Kurs vom Inflationsausblick abhängt. Da der **Notenbankoberste** jedoch zugleich mit Blick auf die **Inflationserwartungen** ein **zuversichtliches Bild** gezeichnet hat, gehen wir davon aus, dass die **TCMB den Leitzins Anfang März um weitere 250 Bp auf dann 42,5% senken** wird. Diese erneute Senkung sollte als sog. „**hawkish cut**“ verstanden werden, will heißen, dass die TCMB diese Senkung erneut mit einer hawkishen Tonspur (u.a. Betonung auf Beibehaltung des restriktiven Leitzinsniveaus) versieht. **Da diese Einschätzung der allgemeinen Marktmeinung entspricht, sollte diese Leitzinsentscheidung die türkische Lira nicht übermäßig verunsichern.**

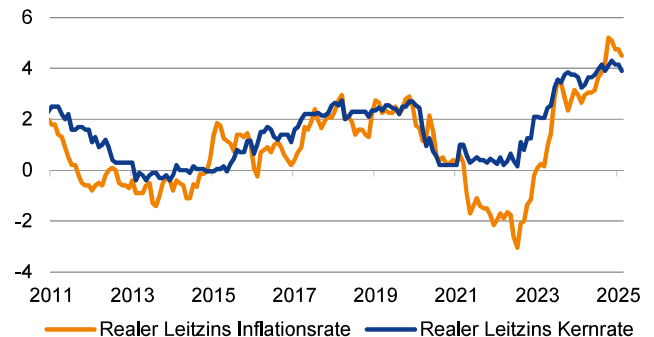
„Hawkish cut“ erwartet

Türkische Wirtschaft dürfte zum Ende von 2024 weiter an Schwung verloren haben
Quartalswerte, in%, J/J, Markterwartung = Median Bloombergumfrage



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrika: Geldpolitik bleibt trotz Zinssenkungen restriktiv
Realer Leitzins in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auch Südafrika rückte in das Blickfeld der US-Regierung. Präsident Trump hat ein Dekret erlassen, wonach die **Finanzhilfen für Südafrika eingestellt** werden. Hintergrund ist vor allem ein neues Gesetz, das unter bestimmten Bedingungen eine entschädigungslose Enteignung von Landbesitz ermöglicht. Die südafrikanische Regierung würde damit weiße Südafrikaner diskriminieren, so Trump. Zudem bot er weißen von Rassismus bedrohten Afrikanern den Flüchtlingsstatus in den USA an. Ein Großteil der US-Zahlungen läuft über das Hilfsprogramm PEPFAR zur HIV/AIDS-Bekämpfung. Nachdem dies bei zahlreichen Betroffenen zu der Sorge führte, Behandlungen nicht mehr zahlen zu können, beeilte sich die US-Botschaft in Pretoria zu versichern, dass diese Zahlungen nicht gestrichen würden. Die tatsächlichen Folgen des Dekrets scheinen damit eher begrenzter Natur zu sein. Abgesehen von den humanitären Folgen wäre es für die Wirtschaft vermutlich problematischer, wenn Südafrika über den African Growth and Opportunity Act, wie angedroht aber noch nicht vollzogen, den **zollfreien Zugang zum US-Markt** für zahlreiche Produkte (knapp unter 20% aller Exporte in die USA) **verlieren** würde. **Geopolitisch treibt**

Trump und Musk keine Freunde der Regierung in Südafrika

die Regierung Südafrikas gleichfalls die Zornesröte auf das Gesicht des US-Präsidenten, da Südafrika Israel vor dem Internationalen Gerichtshof wegen Menschenrechtsverletzungen in den Palästinensergebieten anklagte. Zudem unterhält das Land enge Beziehungen zu China und Russland, was in den USA ebenfalls ungern gesehen wird.

Das Enteignungsgesetz ist auch innerhalb der Regierung der Nationalen Einheit umstritten, so überlegt die zweitgrößte Partei DA vor das Verfassungsgericht zu ziehen. Eine **Zerreißprobe für die Regierung ist auch der anstehende Haushaltsentwurf**. Dessen Vorstellung im Parlament wurde unmittelbar vor der Präsentation auf kommenden Monat verschoben. Uneinigkeit besteht offenbar über eine mögliche Anhebung des Mehrwertsteuersatzes.

**Streitereien bedrohen
Regierungskoalition**

Der Rand konnte all diesen Unbilden trotz jeweils merklicher Rückschläge nicht nur widerstehen, er liegt seit Jahresanfang sogar leicht im Plus (sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Dollar). Ein wichtiger Faktor dürfte dabei gewesen sein, dass der **Goldpreis seine Rekordjagd** nach einer Pause im vierten Quartal 2024 wieder aufgenommen hat. Bezüglich des Goldpreises sind wir auch für den weiteren Jahresverlauf moderat optimistisch, was dem Rand helfen dürfte. Für **Stabilität sorgt auch die südafrikanische Notenbank**, die nunmehr zum dritten Mal seit September ihren Leitzins um 25 Bp gesenkt hat, damit aber kaum den Rückgang der Inflationsrate ausgeglichen hat. Gemessen am Realzins blieb die Geldpolitik damit sehr restriktiv und dies, obwohl alle wichtigen Indikatoren für den Preisauftrieb (Inflationsrate 3,0% J/J; Kernrate 3,6% J/J) in der Nähe der Untergrenze der Zielspanne für die Inflation (3% bis 6%) liegen. Auch wenn die Inflationsraten in den kommenden Monaten wieder langsam steigen dürften, sind weitere Zinssenkungen zu erwarten, da keine Notwendigkeit für eine restriktive Politik besteht.

**Goldpreis und eine verlässliche
Notenbank helfen in unsicheren
Zeiten**

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

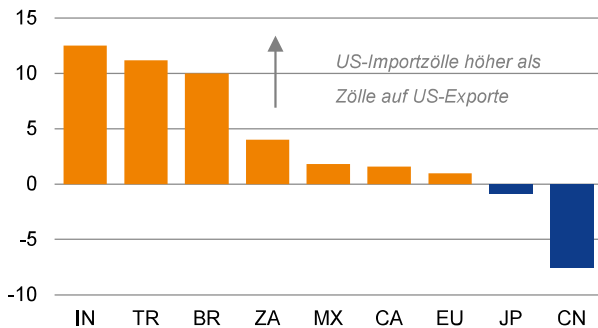
China: Zölle, Zölle, Zölle – oder doch nicht?

Die Zoll-Eskapaden des US-Präsidenten setzen sich ungebremst fort. Während der vergangenen zwei Wochen gehörte China zu den am stärksten betroffenen Ländern. Kanada und Mexiko bekamen nach kurzer Verhandlung einen zeitlichen Aufschub - China nicht, hier gilt seit Anfang Februar ein Extra-Zoll von 10%-Punkten. Auf Stahl und Aluminium sollen ab März weltweit 25% gelten. **China als weltgrößter Produzent und Exporteur von Stahl** scheint auf den ersten Blick direkt in Trumps Schusslinie zu stehen. Tatsächlich beziehen die **USA aber nur noch 1,8% ihrer Stahlimporte aus China** ... eine Folge der 2018 verhängten Zölle, die chinesischen Stahl praktisch vom US-Markt ausgeschlossen haben. Die Zollwelle, die derzeit für Unruhe sorgt, betrifft „reziproke Zölle“. Kurz gesagt wollen die USA ihre Zölle überall dort anheben, wo sie niedriger sind als die der Handelspartner.

**Yuan wiegt sich in falscher
Sicherheit**

Reziproke Zölle würden v.a. Schwellenländer treffen

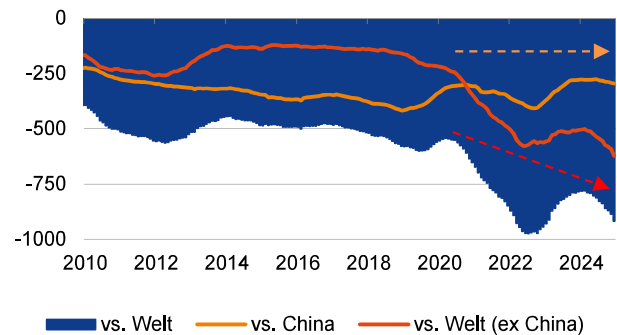
Durchschnittliche Zölle: Unterschied zwischen Importen in USA und Exporten aus USA, in %Punkten



Quelle: UNCTAD, CE, DZ BANK

US-Defizit nahe Rekordhoch – doch ist China wirklich das Problem?

US-Handelsbilanzsaldo (12M Summe), in Mrd. USD



Quelle: LSEG, DZ BANK

China gehört zu einem der wenigen Länder, das weniger Zölle auf Importe aus den USA erhebt als umgekehrt die USA auf Einfuhren aus China. Der durchschnittliche US-Zoll auf chinesische Importe liegt bei 29%, der chinesische Zoll auf US-Importe bei 23%. Also wiegt sich der **Devisenmarkt in (u.E. falscher) Sicherheit, dass China glimpflich im Handelsstreit mit den USA davonkommt und nicht von reziproken Zöllen betroffen sein wird.** Von Trumps Idee der Ausgleichszölle hat in den letzten Tagen daher ausgerechnet der chinesische Yuan profitiert. Ausgehend von USD-CNY-Notierungen um 7,30 CNY zum Neujahrsfest war das Währungspaar temporär bis unter 7,25 CNY gefallen – für uns kein stabiles Gleichgewicht.

Nicht-tarifäre Hürden: China weit oben auf der Liste

Traditionelle Zölle sind nur die Spitze des Eisbergs. Der US-Präsident hat längst gedroht, auch **nicht-tarifäre Handelshemmnisse** bei seiner Zollpolitik berücksichtigen zu wollen (beispielsweise Subventionen oder angeblich unfaire Qualitätsstandards). Hier dürfte China ganz weit oben auf der Liste der Angeklagten stehen. Das strukturelle **Handelsdefizit der USA mit China lässt einen längeren Schlagabtausch befürchten, der weit über Ausgleichszölle hinausgeht und den Yuan schon bald wieder unter Druck setzen sollte.** Gegenüber China ist das US-Defizit auch weiterhin das größte, 2024 waren es rund 295 Mrd. USD. Allerdings ist dieses seit seinem Rekord vor fünf Jahren im Trend klar rückläufig, während die bilateralen US-Fehlbeträge zu anderen Ländern massiv zugenommen haben. Letztlich geht es bei der Rivalität der beiden Supermächte aber nicht mehr „nur“ um simplen Außenhandel, sondern um die **Vorreiterrolle bei Zukunftstechnologien und weltpolitischen Führungsanspruch.**

Streit um Außenhandel? Es geht längst um höhere Ziele (Technologie und Weltmacht)

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

Brasilien & Mexiko: Inflationssorgen vs. Zollängste

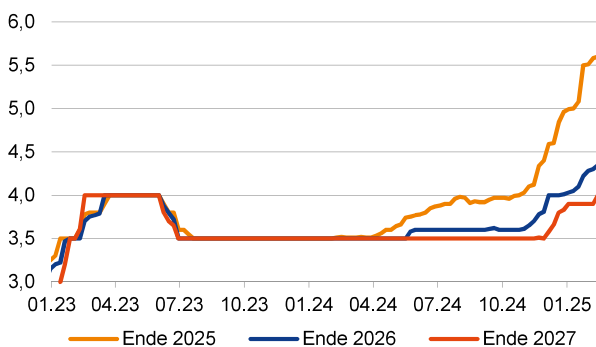
Lange konnte die brasilianische Wirtschaft den Erwartungen einer deutlichen Wachstumsabkühlung trotzen. Die Dezemberzahlen für den **Indikator zur Wirtschaftsaktivität (-0,7% M/M)** deuten nun aber auf eine spürbare Eintrübung hin. Im gesamten Schlussquartal 2024 stagnierte dieser Indikator im Vorquartalsvergleich. Dass bei den Anfang März anstehenden BIP-Zahlen doch noch ein kleines Plus herauspringen wird, ist zwar nicht auszuschließen. Die konjunkturelle Dynamik ist aber eindeutig abwärts gerichtet. In diesem Jahr dürfte dann auch der **scharfe geldpolitische Bremskurs nicht ohne Folgen** bleiben wird. Zuletzt hatte die Banco Central do Brasil ihren Leitzins in zwei aufeinander folgenden Sitzungen um jeweils 100 Bp angehoben und mit 13,25% ist die Geldpolitik inzwischen als klar bremsend einzustufen. Die Stellungnahme nach der jüngsten Zinsentscheidung und auch die Aussagen des neuen Notenbankgouverneurs Galipolo weisen zudem auf **einen weiteren Schritt um 100 Bp** nach oben. Dann sollte sich jedoch der Straffungskurs abflachen und wir vermuten nur noch eine kleinere Anhebung. Mit scharfen Formulierungen versucht die Notenbankführung auch, **Glaubwürdigkeit an den Finanzmärkten** zu gewinnen. Am besten gelingt dies, gerade weil Galipolo von Präsident Lula da Silva ernannt wurde, durch eine Abgrenzung von der Regierung. Während Finanzminister Haddad zuletzt anmerkte, dass eine Inflationsrate von 4% bis 5% (J/J) historisch für Brasilien nicht ungewöhnlich hoch gewesen sei, betonte Galipolo, dass die Notenbank die Instrumente habe, um die Inflationsrate auf die Zielgröße (3,0%) zu drücken.

Schwache BIP-Zahlen für das Schlussquartal stehen bevor und auch für dieses Jahr keine Dynamik zu erwarten

Noch sind die **Beobachter aber nicht sehr überzeugt** von dem Willen oder der Fähigkeit der Notenbank. Die wöchentliche Umfrage der Notenbank bei brasilianischen Finanzexperten wies bis zuletzt einen **Anstieg der Inflationserwartungen** aus. Eine Stabilisierung oder ein Rückgang der Erwartungen für dieses und das kommende Jahr wäre ein Zeichen, dass der Zinserhöhungspfad sich dem Ende zuneigt. Der Real zeigte sich dagegen beeindruckt von der Entschlossenheit der Notenbank und zählte nach dem sehr schwachen Jahr 2024 **in diesem Jahr bisher zu den stärksten Währungen**. Grundsätzlich sollten die Zinsen den Real auch weiter unterstützen, eine Fortsetzung der jüngsten Realstärke erwarten wir aber nicht.

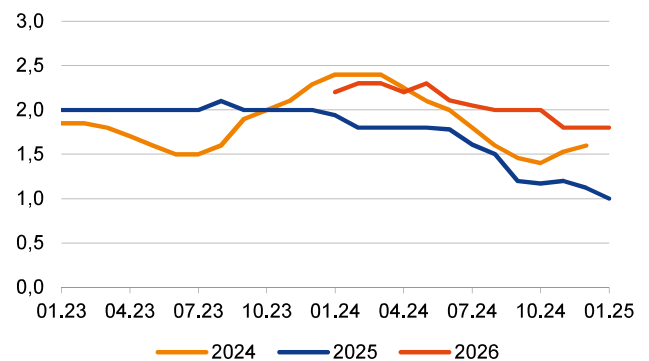
Banco Central do Brasil kann den Real überzeugen, viele Beobachter aber noch nicht

Brasilien: Noch keine Trendwende bei den Inflationserwartungen
Inflationserwartung aus Focus Bericht in %, J/J



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Wachstumspessimismus in Mexiko
Wachstumsprognosen gemäß Bloomberg Erhebung BIP in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Brasilien zählt zu den Ländern mit eher hohen eigenen Zollsätzen. Dies macht das Land zwar anfällig für die Absicht der USA, auf höhere Zölle mit einer entsprechenden Anhebung zu reagieren. Allerdings erzielen die USA beim Handel mit Brasilien einen Überschuss, sodass das Land nicht unmittelbar im Blickfeld von Zolldrohungen steht. Allgemeine Zölle würden zwar auch Brasilien treffen, insgesamt ist die **brasilianische Wirtschaft aber weniger exportabhängig** als viele andere.

Brasilien kann Zolldrohungen vergleichsweise entspannt entgegensehen

Nachdem US-Präsident Donald Trump für Anfang Februar **Zölle von 25% auf alle mexikanischen Produkte angeordnet** hatte, gelang es der mexikanischen Präsidentin Sheinbaum, ebenso wie dem kanadischen Premier Trudeau, einen **Aufschub um einen Monat** zu erreichen. Aber auch diese Frist läuft langsam ab. Hintergrund für diese Zolldrohung ist der Strom von Migranten und Drogen in die USA. Sheinbaum versprach, 10.000 Nationalgardisten an die Grenze zu delegieren, um damit Migranten und Drogen zu stoppen. Ob dies in einem ausreichenden Maße gelang, muss sich nun in den nächsten Tagen zeigen. Einige Erfolgsmeldungen von US-Regierungsvertretern zu deutlich weniger illegalen Grenzübertritten lassen erwarten, dass zumindest ein weiterer Aufschub gelingen dürfte. Der Peso reagierte zwar sehr verschreckt auf die Zollankündigung, konnte sich nach der Verschiebung aber schnell erholen und USD-MXN notiert derzeit sogar unter dem Niveau zur Amtseinführung Trumps. Die **Finanzmärkte gehen fest davon aus, dass es zu einer gütlichen Einigung kommen wird**. Angesichts der dramatischen Folgen für die mexikanische Wirtschaft wird die Regierung alle ihre Möglichkeiten ausschöpfen, um diese Zölle zu verhindern. Auch aus der US-Industrie kamen deutliche Warnungen. Ein allgemeiner Zoll nur auf mexikanische (und kanadische) Produkte würde die Wettbewerbsfähigkeit von vielen US-Unternehmen beeinträchtigen, da sie auch in Mexiko produzieren bzw. auf Vorprodukte von dort angewiesen sind. Entsprechend ist kaum zu erwarten, dass die USA Importe aus Mexiko stärker belastet als vergleichbare Produkte aus anderen Ländern. Dies bedeutet allerdings nicht, dass Mexiko ganz um Zölle herumkommen wird. Ebenfalls bereits angeordnet, aber noch nicht in Kraft, wurden 25% Zölle auf alle Importe von Stahl und Aluminium. Bei Stahl gehört Mexiko zwar zu den größeren Lieferanten in die USA, die Bedeutung für das Land ist allerdings begrenzt. Die **USA drohen allerdings noch mit zahlreichen anderen Zöllen** (zuletzt u.a. auf Autos) und das erklärte **Ziel ist ein Abbau des hohen Handelsbilanzdefizits der USA**. Aus Sicht von Trump gehört Mexiko hier zu den größten „Sündern“. Ein bis zum 1. April zu erstellender Bericht des US-Handelsbeauftragten dürfte ein entscheidender Termin sein und wird auch vom Peso mit Spannung beachtet werden.

Die Zolluhr für Mexiko tickt

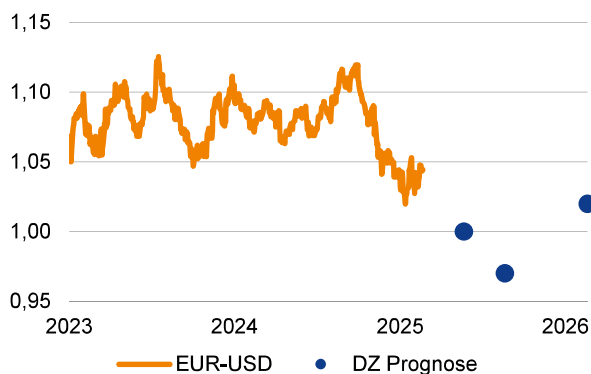
Der Devisenmarkt zu optimistisch, dass es zu keinen Zöllen kommen wird

Jenseits der Zollproblematik findet die aktuelle **wirtschaftliche Schwäche in Mexiko** kaum eine angemessene Berücksichtigung. Das BIP schrumpfte im Schlussquartal 2024 um 0,6% (Q/Q). Zum Teil war dies zwar eine Gegenbewegung zum starken Vorquartal (+1,1% Q/Q), insgesamt hat sich die Dynamik aber abgekühlt, was über die letzten Monate in einer stetigen Abwärtsrevision der Wachstumserwartungen für dieses Jahr zum Ausdruck kommt. Für die Banco de México ist dies ein weiteres Argument, an ihrem aktuellen Zinssenkungskurs festzuhalten, der in diesem Jahr mit einer ersten Senkung um 50 Bp noch etwas an Fahrt aufgenommen hat. Noch ist der **Preisaufrtrieb aber mit zuletzt 3,7% (J/J) in der Kernrate zu hoch** und auch die Gesamtrate blieb mit 3,6% (J/J) nur knapp darunter, sodass die Geldpolitik etwas länger restriktiv bleiben sollte. Mit einem Leitzins von derzeit 9,5% kann dies auch mit einigen weiteren Lockerungsschritten gelingen. Ein gegenüber den USA deutlich **schärferer Senkungskurs ist aber immer mit Risiken für den Peso verbunden**.

Schwache Konjunktur unterstützt Zinssenkungskurs

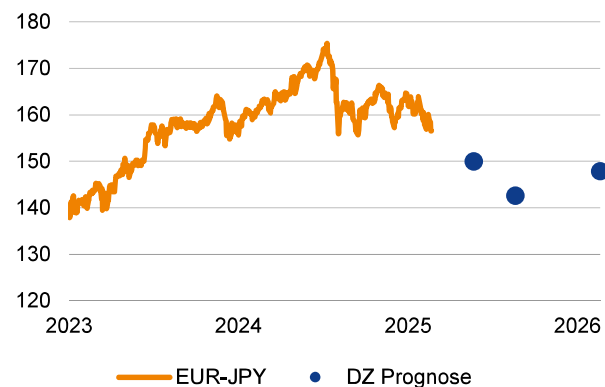
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



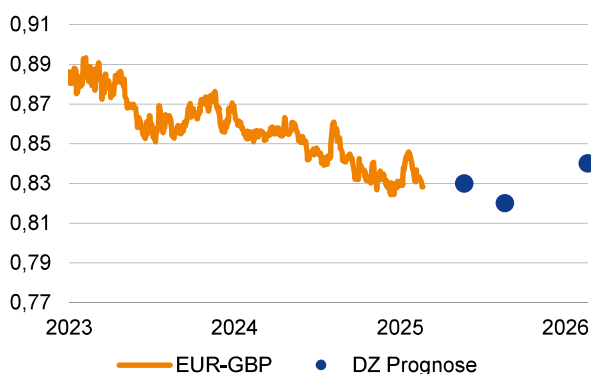
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



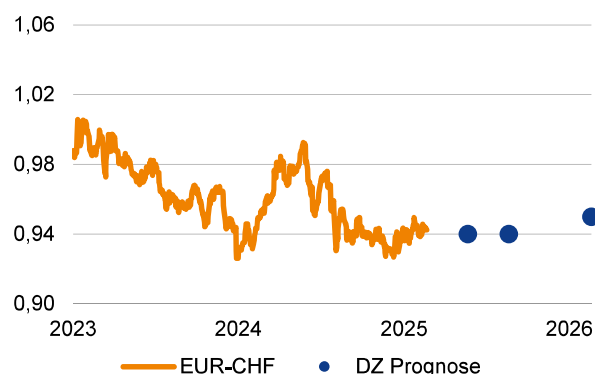
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



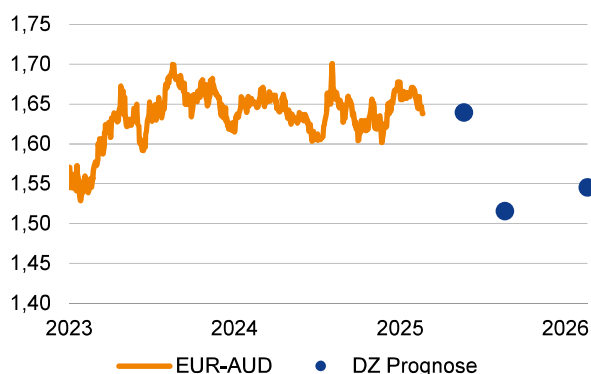
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



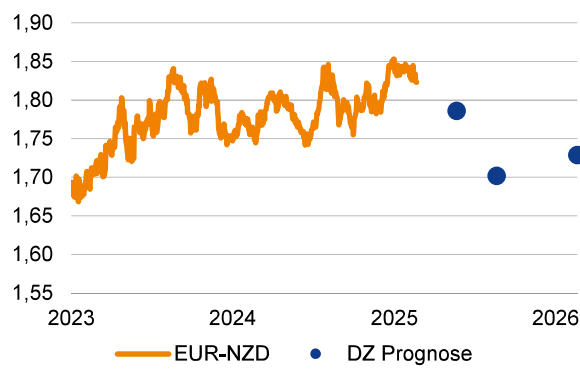
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



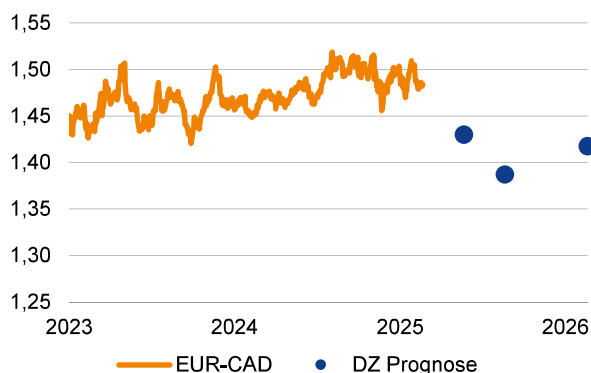
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



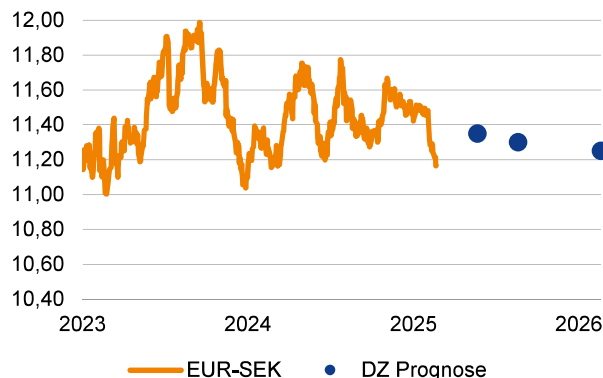
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



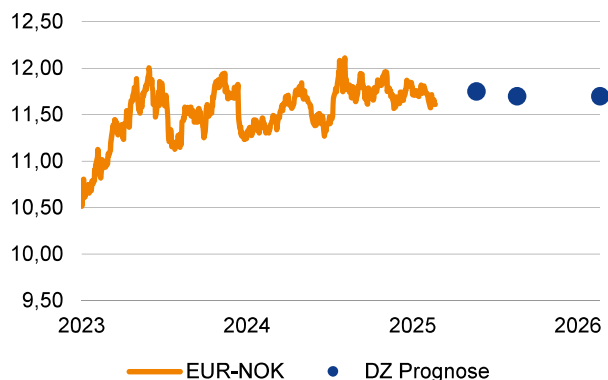
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



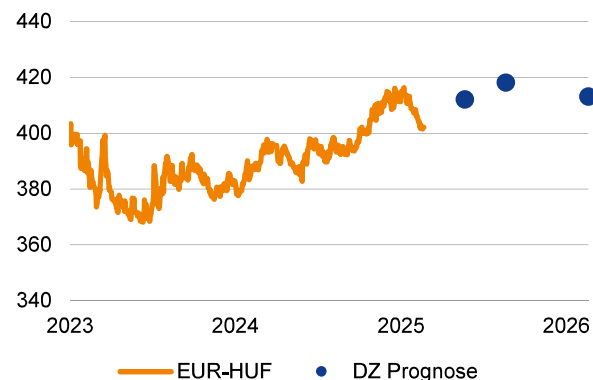
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



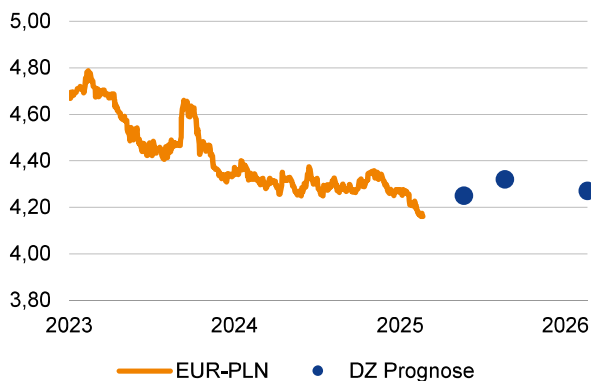
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



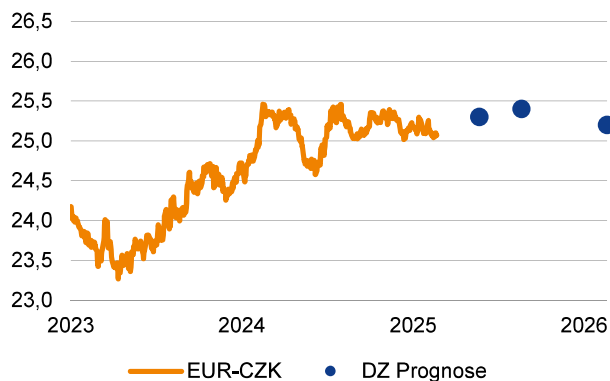
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



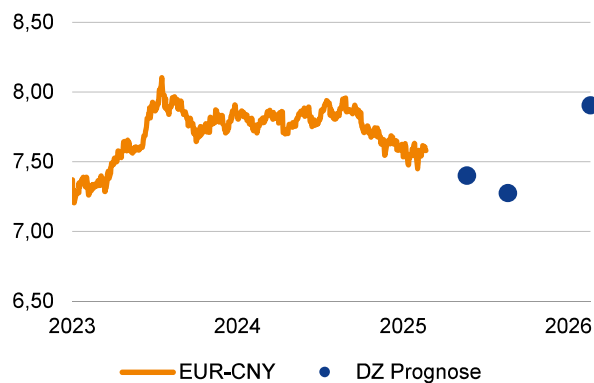
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



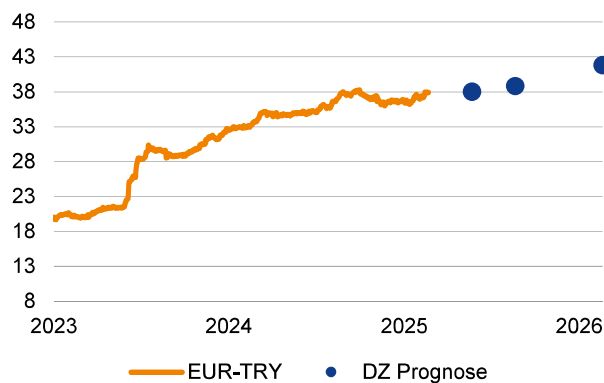
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



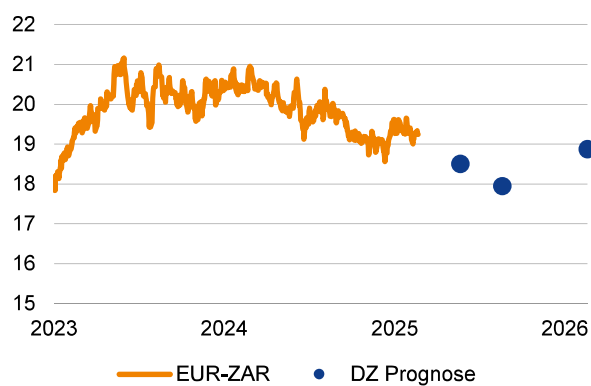
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



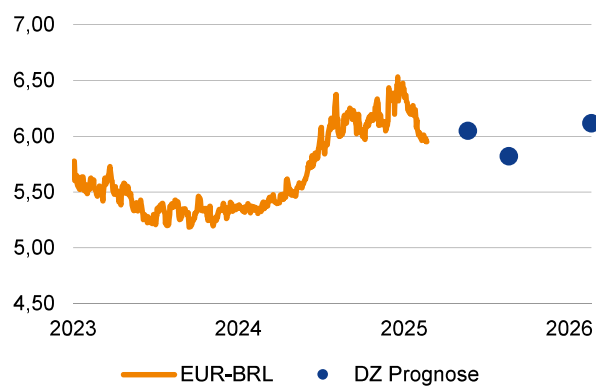
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



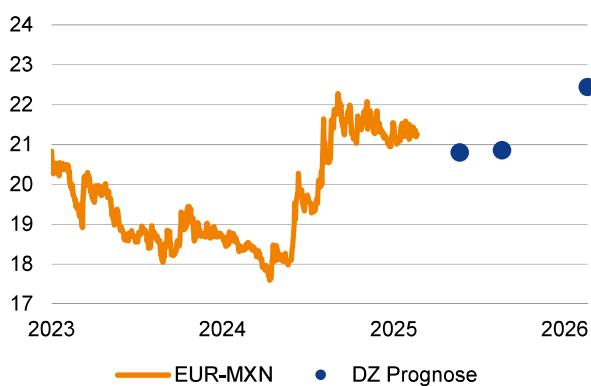
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

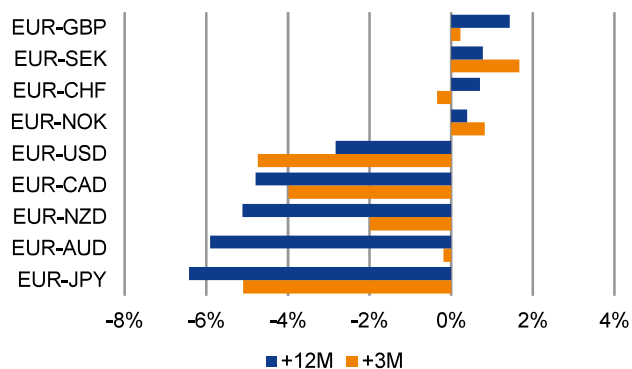
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

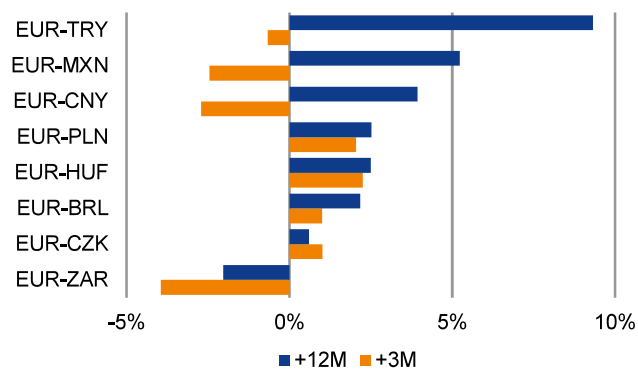
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,0497	1,00	0,97	1,02
EUR/GBP	0,8281	0,83	0,82	0,84
EUR/JPY	158,06	150	143	148
EUR/CHF	0,9433	0,94	0,94	0,95
EUR/AUD	1,6425	1,64	1,52	1,55
EUR/NZD	1,8220	1,79	1,70	1,73
EUR/CAD	1,4892	1,43	1,39	1,42
EUR/NOK	11,65	11,75	11,70	11,70
EUR/SEK	11,16	11,4	11,3	11,3
EUR/PLN	4,1650	4,25	4,32	4,27
EUR/CZK	25,05	25,3	25,4	25,2
EUR/HUF	402,9	412	418	413
EUR/TRY	38,25	38,0	38,8	41,8
EUR/ZAR	19,26	18,5	17,9	18,9
EUR/CNY	7,6061	7,40	7,28	7,91
EUR/BRL	5,9897	6,05	5,82	6,12
EUR/MXN	21,32	20,8	20,9	22,4

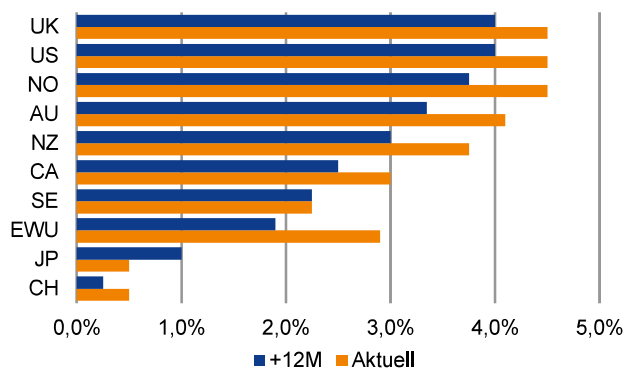
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0497	1,00	0,97	1,02
GBP/USD	1,2676	1,20	1,18	1,21
USD/JPY	150,58	150	147	145
USD/CHF	0,8986	0,94	0,97	0,93
AUD/USD	0,6391	0,61	0,64	0,66
NZD/USD	0,5761	0,56	0,57	0,59
USD/CAD	1,4187	1,43	1,43	1,39
USD/NOK	11,10	11,75	12,06	11,47
USD/SEK	10,64	11,4	11,6	11,0
USD/PLN	3,9678	4,25	4,45	4,19
USD/CZK	23,86	25,3	26,2	24,7
USD/HUF	383,8	412	431	405
USD/TRY	36,44	38,0	40,0	41,0
USD/ZAR	18,35	18,5	18,5	18,5
USD/CNY	7,2460	7,40	7,50	7,75
USD/BRL	5,7061	6,05	6,00	6,00
USD/MXN	20,32	20,8	21,5	22,0

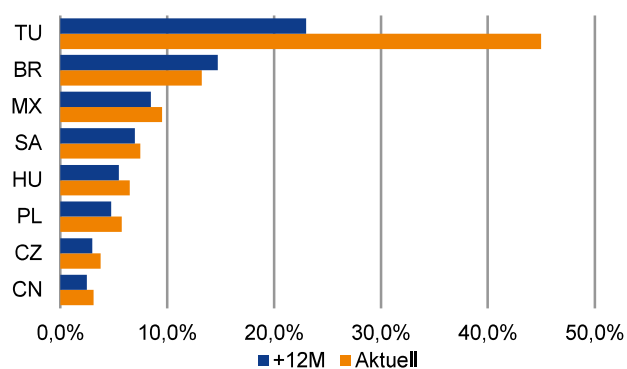
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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.)	0,7	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,2	1,8	2,3	2,3	2,1	2,1
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	1,9	2,1	2,5	2,6	2,1	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	3,3	3,0	2,7	2,9	3,3	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-8,3	-8,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-4,0	-3,6				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,1	1,0	0,8	1,2	1,8	1,3	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	2,3	1,8	2,9	2,9	2,6	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,5	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,6	4,6	4,6				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	1,1	1,5	1,3	0,9	0,9	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,6	2,3	2,5	2,6	2,5	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,6	-3,2	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,8	-3,0	-2,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,3	1,2	1,4	1,8	1,5	1,2
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.)	1,0	2,0	2,6	1,1	1,5	1,9	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,6	2,7	2,4	2,4	2,0	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	-1,3	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	-1,9	-2,5				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,2	1,3	2,7	-0,6	-0,5	0,9	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,8	-4,8	-4,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,9	-5,0	-5,5				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,5	1,9	1,8	1,8	1,4	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,4	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,6	-2,1	-1,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-0,7	-0,8				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	2,2	2,3	1,0	1,3	2,1	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	1,6	2,2	1,3	1,1	1,1	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-1,2	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,1	4,6	4,2				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,2	1,1	-0,2	0,2	-1,1	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	1,9	2,5	2,4	1,9	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	12,6	6,9	3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17,6	15,1	11,4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	2,7	2,7	1,8	2,9	3,1	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	4,4	3,2	4,6	3,8	4,6	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,8	-5,8	-4,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,2	-1,2	-1,1				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,5	2,9	0,8	2,0	2,3	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,7	4,1	3,5	4,2	4,0	4,2	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-4,3	-3,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	0,4	0,3				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	2,3	2,7	1,6	1,8	2,4	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,6	2,1	2,9	2,7	2,4	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-2,3	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	1,4	0,7				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	1,9	2,4	1,4	0,8	1,6	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	60,0	32,8	18,8	46,6	39,5	34,2	30,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-3,3	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-1,7	-1,3				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	1,1	1,6	0,8	1,1	1,0	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	3,9	4,5	2,9	3,3	3,6	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,4	-5,6	-5,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,4	-1,6				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	3,4	5,4	5,3	5,3	4,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,6	1,5	0,2	0,2	0,5	0,4
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	3,3	2,0	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	4,9	4,9	4,8	4,3	4,7	5,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-7,4	-7,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,6	-2,7	-2,4				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	0,9	1,7	0,9	1,2	1,1	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	3,9	3,8	4,5	4,0	4,0	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,6	-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
Sonnenmannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

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

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

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

- 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse**
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 Aktienindizes**
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 Währungsräume**
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.
„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge 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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

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

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente 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 Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment 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 Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: 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 Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments 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 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 Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegels 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 Luithlen
	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