



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Zölle und Unsicherheit – neue Rahmenbedingungen für das Währungsgefüge

Die ersten vier Monate mit Präsident Donald Trump im Weißen Haus waren dramatisch. Wir erwarteten zwar eine aggressive Haltung in außen- und wirtschaftspolitischen Fragen, dennoch wurden wir von der Flut von Dekreten, Initiativen, Änderungen, Drohungen, Zöllen, verbalen Angriffen und Rückzügen überrascht, die sich seit seiner Amtseinführung ereignet haben. Das größte Augenmerk liegt auf dem laufenden Zoll- und Handelskrieg. Die Verhandlungen über neue Abkommen sind im Gange. Auch wenn die jüngsten Entwicklungen etwas Entspannung im Handelsstreit signalisieren, ist unklar, ob diese Abkommen unterzeichnet werden oder wie sie aussehen werden. Die Verwirrung um Zölle, Handel und globale Beziehungen wirkt sich stark auf die Wirtschaftsaussichten aus. Die Ungewissheit erschwert Investitionsentscheidungen und lässt Unternehmen und Haushalte vorsichtiger werden. Handel und Nachfrage werden negativ beeinflusst und die globalen Wachstumsaussichten wurden gesenkt. Gegenwärtig sieht es so aus, als ob die USA am stärksten betroffen sein werden, und zwar sowohl in Form eines langsameren Wachstums als auch einer steigenden Inflation. Längerfristig gesehen werden auch ernste Fragen darüber gestellt, wie die finanzielle und wirtschaftliche Weltordnung aussehen wird. Das schwindende internationale Vertrauen in die amerikanische Politik hat zu Zweifeln an der Rolle des US-Dollars als Weltreservewährung und der US-Staatsanleihen als sicherste Anlage im Finanzsystem geführt. Die aggressive Handelspolitik hat bereits zu einem geringeren Wachstum, volatilen Märkten und einem schwächeren Dollar geführt. Das globale BIP dürfte 2025 und 2026 nur noch um 2,6% bis 2,8% wachsen. Die USA und China sind am stärksten betroffen, aber die Wachstums- und Finanzmarktauswirkungen erreichen die gesamte Weltwirtschaft. Europa wird einige dieser negativen Auswirkungen durch eine expansivere Fiskalpolitik ausgleichen, und eine Reihe von Zentralbanken werden ihre Leitzinsen wohl weiter senken.

Unser Währungsausblick

Auf Basis unserer Prognosen ist der attraktivste Wechselkurs auf Sicht von drei Monaten der US-Dollar, gefolgt vom chinesischen Yuan. Auf dem mittleren Horizont und auf Jahresfrist schneidet der Austral-Dollar am besten ab. Neben dem Austral-Dollar bieten noch Yen, Neuseeland-, US- und Kanada-Dollar durchweg Aufwertungspotenzial zum Euro. Stärkere Verluste sollten sich hingegen bei den Schwellenländerwährungen Real, Rand, Peso und türkische Lira einstellen.

Erwartete Wechselkursveränderung zum Euro in Prozent

	AUD	NZD	JPY	USD	CAD	PLN	CZK	SEK	HUF	NOK	GBP	CNY	CHF	BRL	ZAR	MXN	TRY
in 3M	0,6	0,5	0,6	3,2	1,1	-1,1	-0,5	-0,6	-1,7	-0,9	0,1	1,6	-1,2	0,0	-2,8	-5,3	-1,8
in 6M	5,4	4,0	2,0	3,2	1,1	-1,1	-0,5	-0,6	-1,7	-1,3	-2,2	0,2	-1,2	-1,6	-2,8	-7,5	-8,5
in 12M	7,0	5,7	5,7	3,2	1,8	0,6	0,3	0,3	-0,4	-0,5	-1,0	-1,1	-1,2	-1,6	-2,8	-9,6	-12,4

Quelle: LSEG, DZ BANK

Hartmut Preiß, ANALYST, +49 69 7447 6401

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
23.5.2025 13:01 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EUR: Richtungslos	2
USA: Vertrauensverlust?	3
Japan: Annäherung im Handelsstreit – ganz ohne Währungsakkord?	5
Großbritannien: Sterling seitwärts, bis sich ein klareres Bild ergibt	6
Schweiz: Das Ringen um die Negativzinsen geht weiter	8
Australien & Neuseeland: Konjunkturelle Erholung gerät ins Stocken	9
Kanada: Abwarten, bis die neue Regierung ihre Arbeit aufnimmt	11
Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden noch nicht beendet – in Norwegen in den Herbst verschoben	12
SCHWELLENLÄNDER	15
Osteuropa: Nationale Themen im Fokus	15
Türkei & Südafrika: Zinsen gehen abwärts, aber es bleiben zwei Welten	16
China: Aufatmen im Zollstreit – aber zu früh für Entwarnung	18
Brasilien & Mexiko: Divergierende Wirtschaftsentwicklung	19
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	22
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	25
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	26
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	27
I. IMPRESSUM	28

Editor:
Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EUR: Richtungslos

Der Euro hat Anfang Mai zwar wieder deutlich an Wert verloren, handelt mittlerweile aber mit Kursen um 1,13 USD weiterhin gut 10% oberhalb seiner Tiefstände vom Anfang des Jahres. Die Erholung des Euros war (und ist) vornehmlich zwei Faktoren geschuldet: **1) einem schwächeren Dollar (der unter den US-Rezessionsängsten leidet) und 2) den Hoffnungen auf eine expansive deutsche Fiskalpolitik**, die auf Sicht der kommenden Jahre deutlich mehr Wachstum generieren sollte. Diese Kombination hatte dem Euro im April sogar einen kurzen Ausflug in Richtung der Marke von 1,15 USD beschert. Fraglos eine Übertreibung.

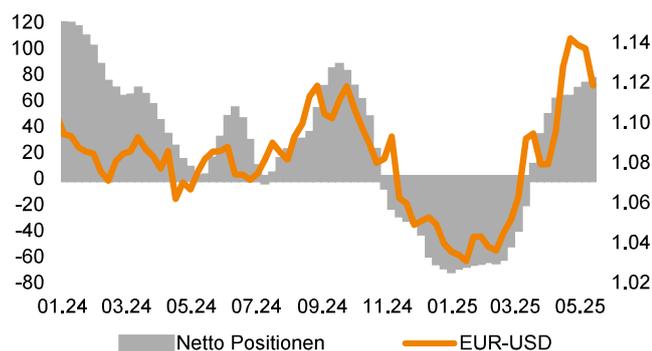
Denn bevor die in Deutschland geplanten Fiskalausgaben tatsächlich zu einer spürbaren Wachstumsbelebung führen können, **sind noch viele Hürden zu überwinden – allen voran politischer Natur**. Zwar wurden nun neue Verschuldungsspielräume geschaffen, noch bleibt jedoch unklar, ob und wie diese tatsächlich genutzt werden. **Die politischen Parteien sind außerdem in zentralen Fragen wie Steuerpolitik, Priorisierung von Ausgaben und Reformen tief gespalten**, was die Handlungsfähigkeit der Regierung zusätzlich einschränkt. Neben der politischen Unsicherheit stellen überbordende Bürokratie, langwierige Genehmigungsverfahren und Regulatorik erhebliche Hemmnisse dar. Laut aktuellen Umfragen sehen rund **75% der Unternehmen in Deutschland den bürokratischen Aufwand als Hauptbelastungsfaktor für Investitionen**. Hinzu kommen strukturelle Herausforderungen wie der Fachkräftemangel, eine alternde Bevölkerung, marode Infrastruktur und mangelhafte Digitalisierung. Erst wenn es gelingt, diese Hürden konsequent abzubauen und die Rahmenbedingungen für Investitionen zu verbessern, werden die geplanten Ausgaben ihr volles (Wachstums-) Potenzial entfalten können.

Euro profitiert von Hoffnungen auf mehr Wachstum, USD leidet unter Trump

Aber der Weg zu mehr Wachstum ist trotz massiver Fiskalpakete kein einfacher

Spekulativer Markt: Vorsichtiger Optimismus

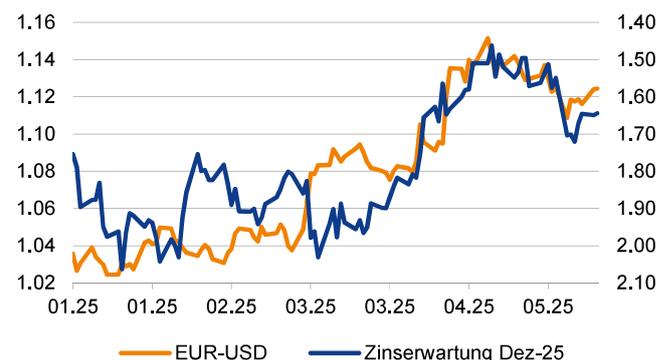
LS: Spekulative Positionen (4W. gl. Durchschnitt; in `000 der Kontrakte); RS: EUR-USD



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Zinssenkungserwartungen haben erneut zugenommen

LS: EUR-USD; RS: Impliziter EZB Leitzins Dez-25 (invertiert, in Prozent)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Bis es soweit ist, oder zumindest klar wird, dass die neue Regierung tatsächlich gedenkt die Probleme anzugehen, **dürfte es dem Euro schwer fallen aus eigener Kraft weiter deutlich aufzuwerten**. Die Währung steht heute sicherlich auf soliden Füßen als noch vor einigen Monaten (dies belegt u.a. die spekulative Positionierung, siehe Chart), Luftsprünge sind vom Euro jedoch nicht zu erwarten. Zumal immer noch nicht klar ist, wie es im Handelsdisput zwischen der EU und den USA weitergehen wird und der Markt derzeit damit rechnet, dass die EZB nun doch etwas forscher vorgehen wird, indem sie den Leitzins bis ans untere Ende der neutralen

Der Euro dürfte zunächst abwarten und in der Region von 1,12 USD handeln

Spanne senkt. Wir rechnen damit, dass EUR-USD in den **kommenden Wochen zunächst in abwartender Haltung in der Region um 1,12 USD** handelt.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

USA: Vertrauensverlust?

Nachdem der Dollar sich Anfang Mai zunächst erholen konnte, hat er zuletzt erneut Verluste einstecken müssen. Grund hierfür ist zum einen die anhaltend hohe Unsicherheit darüber, wie es im Zollstreit USA vs. den Rest der Welt weitergehen wird. Die Einigung mit China hatte zwar für Erleichterung gesorgt, diese war jedoch nicht von langer Dauer, da nicht klar ist, was nach Ablauf der gesetzten Fristen geschehen wird. Auch im Handelskonflikt mit anderen Ländern bleibt abzuwarten, wie sich die Lage dauerhaft entwickeln wird.

Belastend für den Dollar kam nun zuletzt die Ankündigung hinzu, dass nun auch die letzte der drei großen Ratingagenturen den USA ihr Spitzenrating entzogen hat. Die Entscheidung von Moody's kam nicht überraschend: bereits seit 18 Monaten hatte die Agentur ihr Aaa-Rating mit einem „outlook negative“ begleitet. Da sich die fiskalpolitische Lage in den USA in diesem Zeitraum sicherlich nicht verbessert, sondern sogar eher verschlechtert hat, war die Entscheidung das Rating herabzustufen längst überfällig. Überraschend oder nicht: der Verlust des Ratings ist ein zusätzlicher Belastungsfaktor für den ohnehin bereits angeschlagenen Dollar.

Es würde nicht verwundern, sollte unter diesen Umständen, die Diskussion über einen Vertrauensverlust in den USD, die bereits vor einem Monat recht lebhaft geführt wurde, nun wieder an Dynamik gewinnt. Zumal die jüngsten Daten des US-Finanzministeriums zwar aufzeigen, dass die globale Nachfrage nach US-Staatsanleihen im ersten Quartal sehr rege geblieben ist, China jedoch zuletzt seine Bestände merklich reduziert hat. Was uns zu der Frage bringt, ob eine deutliche Abkehr vom USD für Investoren überhaupt möglich wäre? Tatsache ist, dass sich in den vergangenen drei bis vier Dekaden eine gegenseitige Abhängigkeit entwickelt hat: die USA finanzieren ihre hohen Importe (=Leistungsbilanzdefizit), indem sie sich Geld aus dem Ausland leihen (=Kapitalbilanzüberschuss). Tatsache ist auch, dass beide Seiten sich mit diesem Zustand nicht mehr wohlfühlen: Präsident Trump will die Handelsbilanz (und damit auch die Leistungsbilanz) ausgleichen – daher die aggressive Zollpolitik –, während Investoren im Ausland beginnen, die Schuldentragfähigkeit der USA zumindest kritischer zu hinterfragen.

Der Dollar konnte sich zuletzt kurz erholen, kommt nun jedoch bereits erneut unter Druck

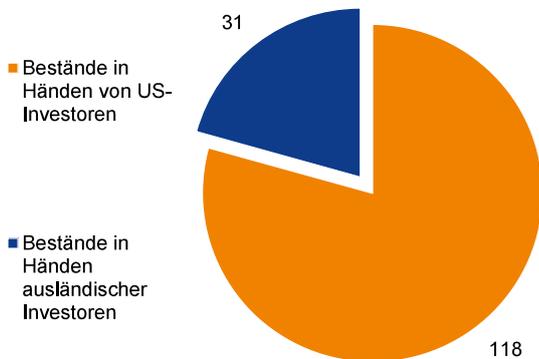
Der Handelskonflikt, die erratische Politik Trumps und zuletzt das Ratings-Downgrade lasten auf der Währung

Das Vertrauen in den Dollar hat sichtbare Kratzer abbekommen....

...und die Diskussion über den Dollar als Weltleitwährung könnte erneut an Dynamik gewinnen

Ausländische Investoren spielen eine wichtige Rolle am US-Kapitalmarkt...

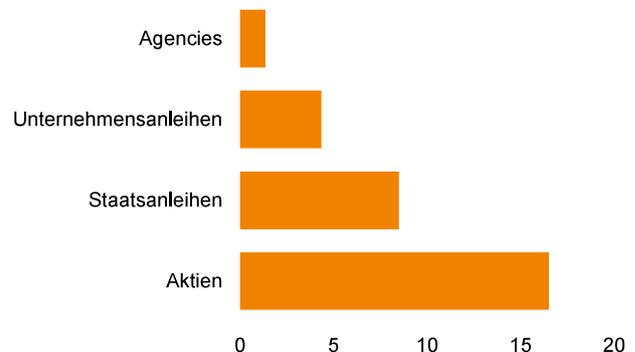
Bestände von US-Wertpapieren in Bio. USD



Quelle: Bloomberg, Fed, US-Treasury

...insbesondere im Aktien- und Staatsanleihenmarkt

Bestände von US-Wertpapieren in Bio. USD



Quelle: Bloomberg, Fed, US-Treasury

Doch weder ein Ausgleich in der Handelsbilanz der USA noch eine Lösung internationaler Investoren vom Dollar ist einfach zu bewerkstelligen – vielleicht sogar ein Ding der Unmöglichkeit. Was die Handelsbilanz betrifft, so können Zölle zwar eingesetzt werden, um den Warenstrom aus dem Ausland zu begrenzen, dies führt jedoch unweigerlich zu Preissteigerungen und leeren Regalen. Auf Dauer, wie Trump bereits feststellen musste, lässt sich das nicht aussitzen. Vollkommen utopisch ist die Vorstellung, dass alle (oder auch nur ein Großteil) der derzeitigen Importgüter demnächst in den USA produziert werden.

Jedoch ist die von Trump angestrebte ausgeglichene Handelsbilanz nur unter Inkaufnahme extremer Nebeneffekte möglich...

US-Daten haben zuletzt Rezessionssorgen geschürt

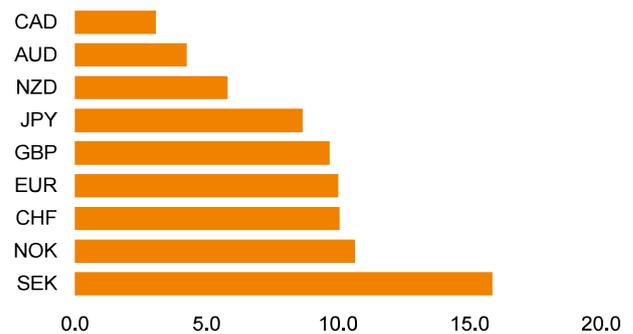
Bloomberg Economic Surprise Index USA



Quelle: Bloomberg

Seit Trump im Amt ist, hat der Dollar das Nachsehen

% Veränderung vs. USD seit Januar 2025



Quelle: Bloomberg

Für internationale Investoren ist das Problem vor allem, dass es kaum andere Märkte gibt, die mit der Tiefe und Liquidität des US-Staatsanleihemarkts mithalten können: das ausstehende Volumen an US-Staatsanleihen beläuft sich auf 27 Mrd. USD, von denen allein 8,5 Bio. USD von ausländischen Zentralbanken gehalten werden. Zum Vergleich: das gesamte Volumen des deutschen Marktes beläuft sich auf circa 2,5 Bio. USD. Es ist also schwer vorstellbar, wie große institutionelle Investoren signifikante Teile ihrer derzeit in US-Anleihen gehaltenen Portfolien umschichten sollen. Zumal insbesondere diese Klasse der Investoren häufig sehr strengen Regeln unterliegen (u.a. was das Rating betrifft, aber auch mit Blick auf die erforderliche Liquidität des Marktes).

...während internationale Investoren sich schwer tun dürften, echte Alternativen (insbesondere zum US-Staatsanleihemarkt) zu finden

Nicht zu leugnen ist jedoch, dass das Ansehen des Dollars Kratzer abbekommen hat und es muss davon ausgegangen werden, dass es angesichts des erratischen Politikstil Trumps zu keiner baldigen Verbesserung kommt. Man muss wohl vor allem hoffen, dass der Schaden nicht noch größer wird. Dem Dollar hier und dort unter die Arme greifen könnten allenfalls robustere Wirtschaftsdaten, die die Sorge über eine mögliche Rezession in den USA dämpfen. Wir rechnen daher für die kommenden Wochen und Monate mit einer äußerst volatilen und breiten Handelsspanne von 1,10-1,15 USD.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Eine nachhaltige Erholung des Dollars ist unter diesen Voraussetzungen schwer vorstellbar

Japan: Annäherung im Handelsstreit – ganz ohne Währungsakkord?

Inmitten der Turbulenzen um die US-Handelspolitik ist auch **Japans Wirtschaft im ersten Quartal (unerwartet stark) geschrumpft**. Um 0,2% ist das BIP gegenüber dem Vorquartal zurückgegangen, in der annualisierten Quartalsrate ergibt sich daraus ein Minus um 0,7%. Maßgeblich war hierfür der Einbruch der japanischen Exporte, und das bereits vor Inkrafttreten der großen US-Zölle im April. Während andere Exportnationen noch von Vorzieheffekten profitiert haben, war dies in Japan nicht der Fall. Der Außenbeitrag (=Nettoausfuhren unter Berücksichtigung der Importe) hat dem Wachstum sogar 0,8 Prozentpunkte gekostet. Positiv zu nennen sind auf der anderen Seite die heimischen Investitionen mit ihrem Plus um 1,4% bzw. BIP-Beitrag von 0,7 Prozentpunkten. Die Konjunkturperspektiven sind also denkbar trübe - entsprechend hoch ist die Aufmerksamkeit, die die japanischen Handelsgespräche mit den USA erhalten. Neben dem (noch bis Juli pausierenden) reziproken Zollsatz von 24% auf alle japanische Waren sind die 25%-Abgaben für den Automobilsektor ein brisantes Thema, aber auch der zollbedingt unsichere Zustand des gesamten Welthandels.

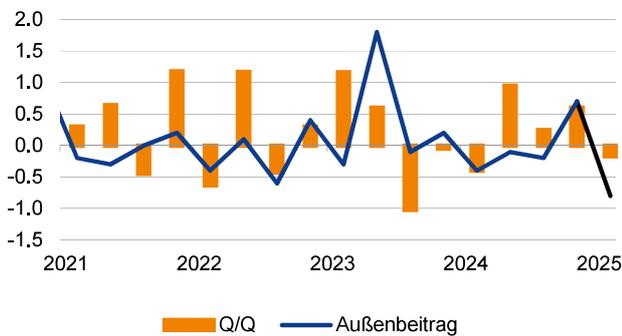
Japans Wirtschaft ist schon vor dem US Liberation Day geschrumpft

Anlass zur handelspolitischen Hoffnung gibt das jüngste Statement von US-Finanzminister Bessent und seinem japanischen Kollegen Kato: Man sei sich **einig, dass der gegenwärtige USD-JPY-Wechselkurs den Fundamentaldaten entspricht**. Da die Yen-Schwäche der letzten Jahre von Präsident Trump als unfaire Benachteiligung der US-Exporteure kritisiert wurde, ist dies ein wichtiges Signal, dass sich die beiden Nationen im Handelsstreit angenähert haben und die Zeichen für einen Trade Deal gut stehen. Für den Yen ist dieses Signal keineswegs positiv wie für Japans Wachstumsausblick. In den letzten Wochen hatte sich marktseitig die Idee entwickelt, dass eine weitere **Yen-Aufwertung Bestandteil eines Handelsabkommens sein könnte**. Diese Idee ist zwar nicht ganz vom Tisch, aber Kato und Bessent haben auf ihrer gemeinsamen Pressekonferenz erklärt, man sei sich **einig, dass die Wechselkurse vom Markt frei bestimmt werden sollten**. Nach einem geplanten, gemeinsamen FX-Akkord klingt das nicht; das letzte Wort über den Yen dürfte jedoch noch lange nicht gesprochen sein.

Doch keine Yen-Aufwertung als Gegenleistung für einen Trade Deal mit den USA?

Japan auf dem Weg in die Rezession?

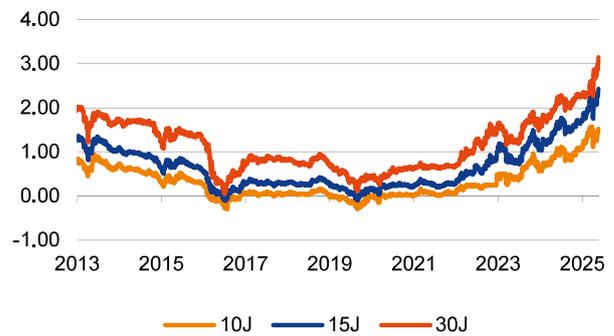
BIP, Q/Q in % und Wachstumsbeitrag Außenhandel, in %-Punkten



Quelle: LSEG, DZ BANK

Unruhe am JGB-Markt: attraktive Zinsen oder fehlende BoJ-Nachfrage?

Rendite JGB in %



Quelle: LSEG, DZ BANK

In den kommenden Wochen gibt es zahlreiche weitere Entwicklungen, die das Schicksal des Yen in den Händen halten. Und das neben seiner globalen Rolle als Sicherer Hafen auch aus dem Inland. Die Zinserhöhungsabsichten der BoJ sind ein zentraler Schlüssel zur von uns unterstellten weiteren Yen-Aufwertung. **Nicht nur die Geldpolitik, auch der japanische Rentenmarkt lockt mit höheren Zinsen. Für die 30J-JGBs wurden gestern 3,20% ausgerufen, bei den 40J waren es sogar 3,68%** - alles andere als die sprichwörtlichen „japanischen Verhältnisse“. Hinter dem Zinsanstieg steckt weit mehr als nur ein Pluspunkt für den Yen im internationalen Währungsvergleich. Ein Grund für den Anstieg besonders bei den ultralangen Laufzeiten sind die **Sorgen über die strukturell veränderte JGB-Nachfrage**. Die Bank von Japan will sich durch ihr QT-Programm aus japanischen Staatsanleihen zurückziehen. Gleichzeitig erwägt Japans Regierung vor der Oberhauswahl im Sommer einen (natürlich schuldenfinanzierten) Nachtragshaushalt, um die Folgen der hohen Nahrungsmittelpreise für die Bevölkerung zu mildern – doch wer soll die neuen Bonds kaufen, wenn es bereits an Nachfrage für die alten fehlt? Schnell kommen Repatriierungen ins Spiel, und die These, dass sich japanische Investoren aus dem Ausland zurückziehen könnten, um ihr Kapital am heimischen Rentenmarkt anzulegen. Es gibt also mächtig Bewegung am JGB-Markt, die auch für den Yen wichtige Weichen stellen könnten.

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

Attraktive JGB-Renditen? Oder kollabierender Rentenmarkt?

Großbritannien: Sterling seitwärts, bis sich ein klareres Bild ergibt

Zwar hat die britische Regierung ein Freihandelsabkommen mit den USA unterzeichnet, doch enthält die Vereinbarung nur wenige Details, die in den kommenden Wochen noch ausgearbeitet werden müssen. Insgesamt handelt es sich eher um ein Rahmen- als um ein umfassendes Abkommen. Folglich dürfte der Impuls für die britische Wirtschaft zunächst vernachlässigbar sein, da noch viele Fragen ungeklärt sind. Für die Akteure der Finanz- und Geldpolitik ist eine Einigung zwar besser als gar keine, aber da sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum oder die Inflation nicht wesentlich verbessert haben, gibt es keinen Anlass für übermäßige Euphorie. Auch bei der jüngsten Vereinbarung mit der EU fehlen zu viele Details, um die wirtschaftlichen Auswirkungen genau einschätzen zu können.

Dem Freihandelsabkommen zwischen Großbritannien und den USA fehlt es an Substanz

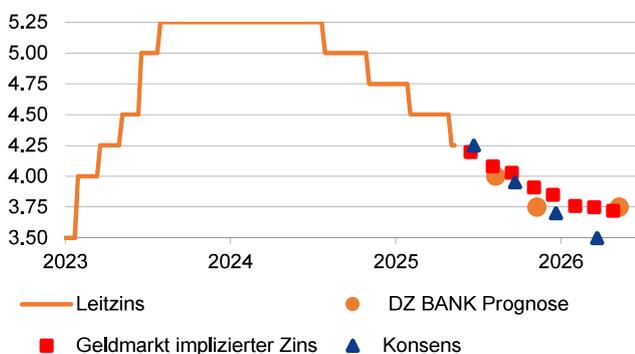
Es fehlt auch an Substanz bei der Vereinbarung mit der EU

Kurzfristig könnte die Inflation Anlass zur Sorge geben. So zeigte der Verbraucherpreisindex im April einen deutlichen Anstieg auf 3,5% in Vergleich mit 2,6% in März (je J/J), womit die Inflation zum ersten Mal seit über einem Jahr wieder über der 3%-Marke lag. Allerdings ist nicht alles düster und es besteht kein Grund für eine unmittelbare Reaktion der Bank of England (BoE). **Hauptursachen für den Anstieg waren einmalige Faktoren** wie die Anhebung der Energiepreisobergrenze und des Mindestlohns (letzterer um 6,7%). Diese Faktoren werden zu gegebener Zeit aus der Berechnung des Verbraucherpreisindex herausfallen, und andere, wichtigere Inflationsfaktoren wie die Löhne sind rückläufig. Das bedeutet, dass die BoE an ihrem Kurs der schrittweisen und moderaten Zinssenkungen festhalten kann, um eine Wirtschaft zu stützen, die zwar noch wächst, aber nicht in bester Verfassung ist.

Vorübergehende Inflationssorgen

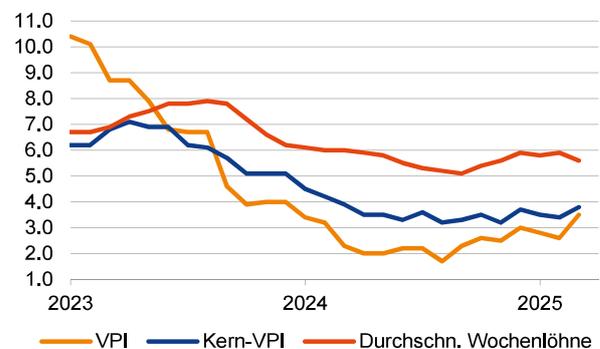
In den letzten Wochen haben sich die Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik der BoE angeglichen, da der Markt seine Zurückhaltung aufgegeben hat – Zinssenkungen sind fast abgeschlossen

Leitzins in %; Konsens und implizierter Zins per 21.05.25



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Inflation tendiert langsam nach unten und auch die durchschnittlichen Wochenlöhne dürften sinken – zur großen Erleichterung der BoE
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Mit der Senkung des Leitzinses um 100 Basispunkte innerhalb von weniger als einem Jahr hat sich die Geldpolitik von ausgesprochen restriktiv zu leicht restriktiv gewandelt. Angesichts der nur langsam voranschreitenden Eindämmung der Lohninflation und der anhaltenden Produktivitätsprobleme im Vereinigten Königreich besteht nur noch begrenzter Spielraum für weitere Zinssenkungen. Der nächste Zinsschritt um 25 Basispunkte dürfte im Sommer erfolgen, eine weitere Senkung im vierten Quartal.

Nur begrenzter Spielraum für weitere Zinssenkungen

Die Entwicklung des britischen Pfunds hängt eng mit der Geldpolitik und den sich daraus ergebenden Zinsdifferenzen zusammen. Die DZ BANK erwartet jedoch, dass auch andere wichtige Zentralbanken wie die EZB und die Fed die Leitzinsen im Laufe des Jahres 2025 um weitere 50 Basispunkte senken werden. Am Zinsvorteil des Pfunds dürfte sich daher nicht viel ändern. Dies, zusammen mit den anhaltenden Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit Trumps Zollpolitik und Starmer's Versuchen, sich der EU anzunähern, bedeutet, dass die Aussichten für das Pfund weiterhin ungewiss sind. Solange sich diese Unsicherheit nicht verringert, dürfte das Pfund gegenüber seinen wichtigsten Konkurrenten weitgehend seitwärts tendieren.

Der Zinsvorteil, den das britische Pfund bisher hatte, hat sich verflüchtigt

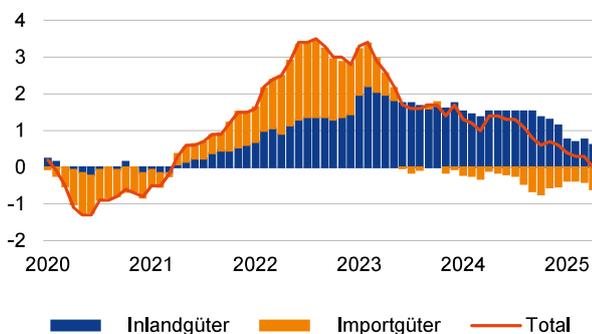
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Das Ringen um die Negativzinsen geht weiter

Auch wenn sich die globale Risikolage mit der handelspolitischen Annäherung zwischen den USA und China etwas entspannter präsentiert, steht der Schweizer Franken weiter hoch im Kurs. EUR-CHF bleibt mit Notierungen um 0,93-0,94 in vertrauten Regionen unterwegs – Regionen, die der Schweizerischen Nationalbank nicht gefallen dürften. **Auch wenn die SNB kein explizites Wechselkursziel verfolgt, ist die Währung ein zentraler Parameter für die Geldpolitik**, da sie leicht auf das Preisumfeld in der kleinen, offenen Volkswirtschaft durchschlägt. Pragmatischer formuliert: Der starke Franken ist schuld an der Deflationsgefahr. **Im April lag die Teuerung nur noch bei 0,0% (J/J)** und damit sogar noch niedriger als von SNB und Marktkonsens befürchtet. Und es waren wieder einmal die fallenden Importpreise, die die Gesamtrate nach unten gezogen haben. Während die Preise für Inlandsgüter um 0,8% gestiegen sind, lagen die Importgüter mit 2,5% im Minus (je J/J). Für den CPI-Korb gewichtet ergibt sich daraus ein Inflationsbeitrag heimischer Güter von plus 0,6%-Pkt. und minus 0,6%-Pkt. für Auslandsgüter. Da die SNB ihre Preisstabilität neuerdings interpretiert als Spanne zwischen 0% und 2% (also keine Punktlandung auf 2%), ist der geldpolitische Handlungsbedarf gar nicht so groß, wie er für unsere EZB-geprägten Blickwinkel zunächst wirkt. Dennoch gilt es, den finalen Rutsch in die Deflation zu vermeiden, der bei einer anhaltenden Franken-Stärke drohen würde. **Wenn die Inflation zu niedrig und/oder die Währung zu stark ist, helfen Zinssenkungen und/oder Interventionen am Devisenmarkt.** Beide Optionen sind etablierte Instrumente der SNB-Politik, auf die schon oft zurückgegriffen wurde.

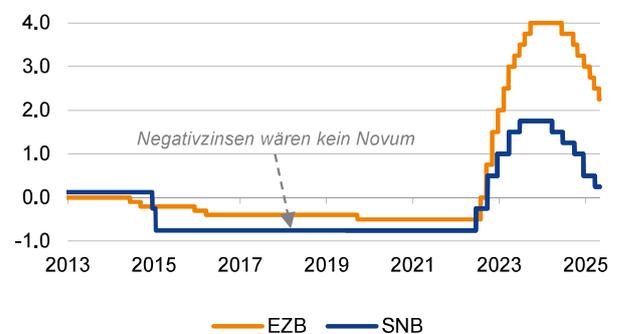
Am Rand des Deflationsabgrunds

Deflation ist in der Schweiz ein importiertes Problem
Konsumentenpreise (J/J), gewichteter(!) Inflationsbeitrag, in %



Quelle: BFS, DZ BANK

SNB-Abstand zur EZB als Bollwerk gegen weitere CHF-Aufwertung
Leitzinsen, in %



Quelle: SNB, LSEG, DZ BANK

Eingriffe am Devisenmarkt wären der diplomatisch heiklere Weg, da sie von der US-Administration als Manipulation und unlautere Benachteiligung der US-Exporteure kritisiert werden könnten. Doch auch der Zinssenkungsspielraum ist beim aktuellen Leitzins von 0,25% recht ausgereizt. Am Geldmarkt ist inzwischen zu 100% eingepreist, dass **die SNB im Juni zur Nullzinspolitik zurückkehrt**. Sogar die Idee negativer Leitzinsen ist keine komplette Außenseiterwette mehr. Auch die SNB bedient sich dieser Drohkulisse; Notenbankchef Schlegel hat erst kürzlich die **Bereitschaft zur Einführung von Negativzinsen bekräftigt**. Ob sich die SNB bei der nächsten Lagebeurteilung am 19. Juni dazu durchringt oder es bei einem kleinen Zinsschritt auf dann 0,00% belässt, könnte sich schon am 3. Juni entscheiden, wenn die CPI-Daten für Mai veröffentlicht werden. Ein negatives Vorzeichen bei der Inflation wäre ein klarer Handlungsauftrag.

Nächste SNB-Senkung im Juni nahezu sicher – die Frage ist nur, ob Negativzinsen zurückkehren

Australien & Neuseeland: Konjunkturelle Erholung gerät ins Stocken

In „Down Under“ hat die Reserve Bank of Australia (RBA) nach der Einleitung ihres Zinssenkungszyklus im Februar sowie einer Zinspause im April nun im Mai ihre zweite geldpolitische Lockerung vorgenommen. Nachdem das von der RBA beobachtete **Inflationsmaß** (Trimmed-Mean-Inflation) im ersten Quartal mit 2,9% (J/J) **erstmalig seit über drei Jahren wieder innerhalb des Inflationszielbandes von 2–3%** lag, war diese Leitzinssenkung um 25 Bp auf 3,85% durchaus gerechtfertigt. Trotz der Tatsache, dass die Zinssenkung vollständig in den Geldmarktsätzen eingepreist war, geriet der australische Dollar unter Abgabedruck, schließlich wurde die Zinsentscheidung insgesamt als „dovish“ wahrgenommen.

So ließ RBA-Gouverneurin Bullock bei der anschließenden Pressekonferenz verlauten, dass die Währungshüter sogar über eine **50-Bp-Senkung diskutiert** haben. Zudem hieß es in der geldpolitischen Beschlusserklärung: *„Die Aufwärtsrisiken [der Inflation] haben sich offenbar verringert, da die Wirtschaft voraussichtlich durch die internationalen Entwicklungen belastet werden wird.“* Die Stabsmitarbeiter der Notenbank zeichnen nun ein Konjunkturbild, das weniger positiv ist als zuvor. Während die Projektion für die **Kerninflation über den gesamten Prognosehorizont** (bis einschließlich Q2 2027) auf 2,6% (J/J) **nach unten revidiert** wurde, gehen die RBA-Mitarbeiter davon aus, dass die australische Wirtschaft im Schlussquartal 2025 um 2,1% (J/J) wächst. Im Februar rechneten sie noch mit einem Wachstum von 2,4% (J/J). Vor allem der private Konsum dürfte sich vor dem Hintergrund der globalen Handelsspannungen wohl nicht so schnell wie bisher erwartet erholen. Darauf deuten auch die bisherigen Datenveröffentlichungen des ersten Quartals (Indikator für die privaten Haushaltsausgaben, Einzelhandelsumsätze, etc.) hin. Aber auch Unternehmen dürften aufgrund der Unsicherheiten ihre Investitionsentscheidungen verschieben, der Index für die Geschäftsbedingungen der National Australia Bank (NAB) fiel zuletzt auf den niedrigsten Stand seit August 2020.

Dennoch dürften angesichts des nach wie vor **robusten Arbeitsmarktes und eines kräftigen Lohnwachstums** (die Löhne haben im ersten Quartal um 3,4% (J/J) angezogen) die **realen Haushaltseinkommen im laufenden Jahr steigen** und der private Konsum somit gestützt werden. Zudem hatten wir bereits an dieser Stelle erwähnt, dass die **direkten Auswirkungen der US-Zollpolitik auf die australische Konjunktur vergleichsweise moderat** ausfallen dürften: Einerseits ist der US-Anteil der australischen Exporte relativ gering, andererseits ist der australische Industriesektor im Vergleich zu anderen bedeutenden Volkswirtschaften relativ klein, weshalb die höheren US-Zölle die australische Exportnachfrage aus den USA nur geringfügig drosseln sollten. Zugleich halten wir die indirekten Auswirkungen auf die Exportnachfrage aus dem Rest der Welt, vor allem aus China, für gering: Unter der Annahme, dass die gegenseitigen Importzölle zwischen China und den USA auch nach Ablauf des 90-tägigen Moratoriums ausgesetzt bleiben, hat das DZ Research die **Wachstumsprognose für China, den wichtigsten Handelspartner Australiens, zuletzt nach oben revidiert**. Die **Belastung der australischen Wirtschaft durch die globalen Handelsspannungen ist insgesamt als gering einzuschätzen**. Auch die staatlichen Ausgaben dürften nach dem Erdrutschsieg der Labor-Partei bei den Parlamentswahlen Anfang Mai hoch bleiben und zum soliden Wirtschaftswachstum beitragen.

„Dovishe“ Zinsentscheidung sorgt für Kursverluste beim AUD

50-Bp-Zinssenkung bei Sitzung im Mai diskutiert

RBA-Stabsmitarbeiter revidieren Wachstums- und Inflationsaussichten nach unten

Steigende Realeinkommen aufgrund eines robusten Arbeitsmarktes dürften privaten Konsum stützen

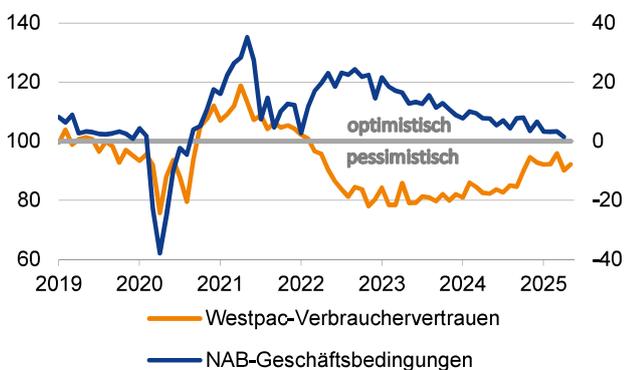
Belastung der australischen Wirtschaft durch globale Handelsspannungen dürften gering ausfallen

Was den geldpolitischen Pfad der RBA betrifft, so scheint die **Hürde für weitere Zinssenkungen insgesamt niedriger als zuvor** zu sein. Weil die RBA hinsichtlich der Inflationsentwicklung nun wesentlich optimistischer klingt und ihren Fokus auf die konjunkturelle Stützung zu verschieben scheint, erwarten wir auf 12M-Sicht nun eine **zusätzliche Zinssenkung auf eine Terminal Rate von 3,10%**. Der australische Dollar dürfte auf kurze Sicht weiterhin von der globalen Risikostimmung getrieben werden, sollte aber tendenziell seitwärts tendieren, sofern es nicht wieder zu einer Eskalation der Handelsbeziehungen kommt. Auf 12M-Sicht dürfte er gegenüber US-Dollar bzw. Euro jedoch aufwerten (0,67 USD bzw. 1,64 EUR-AUD), schließlich sind die Wachstumsaussichten in Australien mit 1,8% in diesem Jahr höher als in den USA (1,0%) und in der Eurozone (0,4%).

Hürde für weitere RBA-Zinssenkungen wohl niedriger

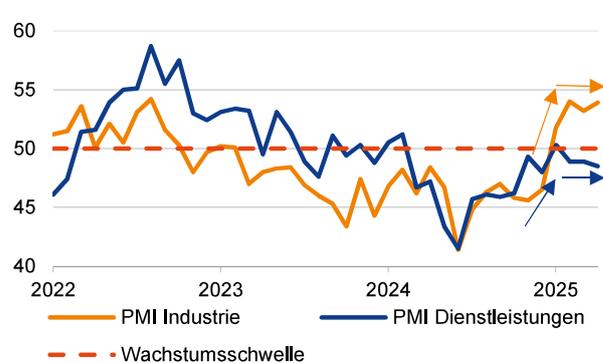
Positive Wachstumsaussichten dürften AUD auf 12M-Sicht stützen

Nur noch wenige Unternehmen stufen die aktuelle Geschäftslage als positiv ein, während die Verbraucher weiterhin pessimistisch sind
Positive Stimmung = Werte über 100 (L.S.) bzw. 0 (R.S.); je in Punkten



Quelle: Westpac, National Australia Bank (NAB), DZ BANK

NZ: Nach einer stetigen Verbesserung in H2 2024 weisen die neuseeländischen PMIs zuletzt auf eine nachlassende konjunkturelle Dynamik hin in Punkten, 50 = neutral



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der neuseeländische Außenhandel scheint allen globalen Handelskonflikten zu trotzen: Getragen durch hohe Weltmarktpreise für wichtige Exportgüter wie Milchpulver und Fleisch erreichte der **Handelsbilanzüberschuss** im April mit einem Plus von 1,4 Mrd. NZD ein neues **Allzeithoch**. Dies dürfte **neben dem verbesserten globalen Risikosentiment ein weiterer Faktor für die Erholung des neuseeländischen Dollars** in der zweiten April-Hälfte gewesen sein.

Neuseeländischer Handelsbilanzüberschuss auf Rekordhoch

Allerdings mehren sich die **Anzeichen** dafür, dass die **konjunkturelle Erholung innerhalb der Landesgrenzen erste Risse bekommt**: Neben rückläufigen Kreditkartenumsätzen (ein Proxy für den privaten Konsum) seit Jahresbeginn und dem **Geschäftsklima auf einem 9-Monats-Tief** ist auch der **Einkaufsmanagerindex** für den **Dienstleistungssektor den dritten Monat in Folge gesunken** und befindet sich mit 48,5 Punkten unterhalb der Expansionsschwelle (mehr als zwei Drittel der Wirtschaftsleistung wird im Dienstleistungsbereich erzielt). Gleichzeitig befindet sich der **Arbeitsmarkt weiterhin in einer schlechten Verfassung**: Zwar blieb die Arbeitslosenquote im ersten Quartal unverändert bei 5,1%, allerdings war dieses Ergebnis größtenteils auf einen Rückgang der Erwerbsquote zurückzuführen. Sowohl die Beschäftigungsänderung als auch das jährliche Lohnwachstum fielen dagegen schwächer aus als marktseitig und von der RBNZ erwartet.

Einige (Früh-) Indikatoren deuten auf Risse bei konjunktureller Erholung hin

Angesichts der konjunkturellen Schwächeanzeichen und der sich im Zielkorridor der RBNZ befindenden Inflationsrate (aktuell: 2,5% J/J) rechnen wir **bei der kommenden Zinsentscheidung nächste Woche mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung um 25 Bp auf dann 3,25 %**. Dies wird nicht nur bereits fast vollständig von den OIS-Forwards impliziert, weshalb der Kiwi-Dollar kaum unter Abgabedruck kommen sollte, auch hatte der (mittlerweile) ehemalige RBNZ-Gouverneur eine Lockerung im Mai bereits in Aussicht gestellt. Damit hätte die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) ihren **Leitzins in diesem Zinszyklus bereits um 225 Bp gesenkt**, viel Spielraum für weitere Lockerungsschritte sind daher nicht mehr vorhanden. Wir rechnen aktuell noch mit einer weiteren Zinssenkung im August auf 3%, damit wäre die Geldpolitik nur noch leicht restriktiv ausgerichtet (der neutrale Leitzins wird aktuell bei 2,9% geschätzt). Weil die selektiven Preisdaten von April als auch die Inflationserwartungen auf **Aufwärtsrisiken bei der Inflation** hindeuten, gehen wir aktuell nicht von einer weiteren Lockerung in diesem Zinssenkungszyklus aus. Sollte sich die Inflationsrate wieder in Richtung der anvisierten Mitte des 1-3%-Zielbandes bewegen, wäre bei anhaltender Konjunkturschwäche ein finaler Lockerungsschritt auf dann 2,75% durchaus realistisch.

RBNZ dürfte im Mai den Leitzins erneut um 25 Bp auf 3,25% senken

Jüngste Preisdaten signalisieren jedoch mögliche Aufwärtsrisiken bei der Inflation

Wie beim „Aussie“ dürfte auch beim neuseeländischen Dollar zunächst weiterhin das globale Risikosentiment der treibende Faktor darstellen und auf 3M-Sicht seitlich tendieren. Auf mittlere bzw. längere Sicht sollte er aufgrund positiver Wachstumsdifferenzen gegenüber der Eurozone und den USA leicht aufwärts tendieren.

NZD zunächst vom Risikosentiment getrieben, auf längere Sicht dürfte er ebenfalls von besseren Wachstumsaussichten profitieren

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

Kanada: Abwarten, bis die neue Regierung ihre Arbeit aufnimmt

Die Parlamentswahlen in Kanada sind im Grunde abgeschlossen. Die Liberalen haben zwar 169 Sitze gewonnen, bilden aber immer noch eine Minderheitsregierung. Damit sie die 172-Stimmen-Hürde für eine Mehrheit im Unterhaus erreichen, sind sie auf die Unterstützung von mindestens einer weiteren Partei angewiesen. In einigen Wahlkreisen, in denen die Ergebnisse äußerst knapp ausfielen, finden derzeit jedoch gerichtliche Neuauszählungen statt. Dabei werden alle Stimmen, einschließlich derjenigen auf abgelehnten Wahlzetteln, in Anwesenheit eines Richters des Obersten Gerichtshofs noch einmal ausgezählt. Da die Liberalen über 169 Abgeordnete verfügen, ist die Wahrscheinlichkeit sehr gering, dass die gerichtliche Neuauszählung für eine knappe Mehrheit ausreicht und somit die politischen Rahmenbedingungen verändert – zumindest bis zur ersten Nachwahl. Wie dem auch sei, **eine Minderheitsregierung der Liberalen ist immer noch das wahrscheinlichste Ergebnis**.

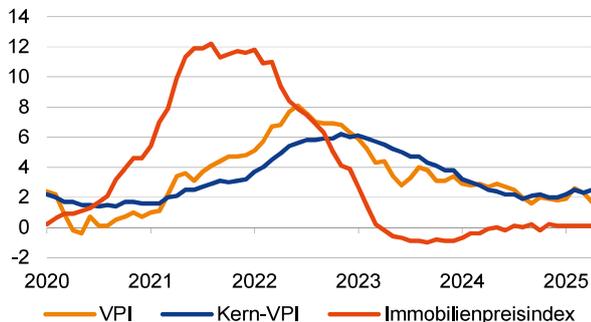
Es gibt eine neue liberale Minderheitsregierung

... die nur eine sehr geringe Chance hat, durch gerichtliche Neuauszählungen eine Mehrheit zu erhalten

Die neuen Minister wurden am 13. Mai bekannt gegeben, das Parlament kehrt am 26. Mai zurück. Man hätte erwarten können, dass die Verabschiedung des Haushalts für das Jahr 2025 eine dringende gesetzgeberische Priorität sein würde, doch die Regierung hat bisher beschlossen, dies auf den Herbst zu verschieben. Der Hauptgrund dafür ist, dass das Unterhaus nur 20 Tage lang tagen wird, bevor am 21. Juni die zwölfwöchige Sommerpause beginnt. Dennoch wurde bereits eine Senkung des Einkommensteuersatzes von 15 auf 14% angekündigt, um die Wirtschaft anzukurbeln. **Bis zum Herbst wird es zweifellos weitere umfangreiche Steuer- und Ausgabenentscheidungen geben. Bis dahin hofft Ottawa auch auf eine klarere Vorstellung der amerikanischen Zollpolitik.**

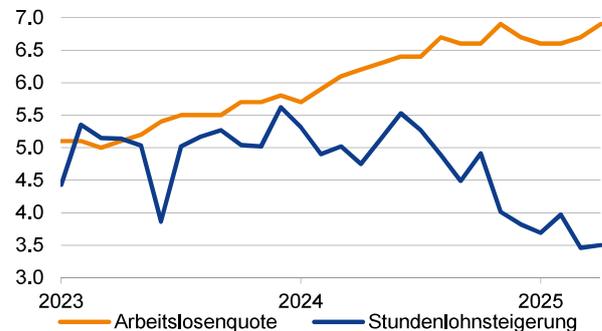
Das Parlament tritt am 26. Mai wieder zusammen, aber der Haushalt wird bis zum Herbst warten müssen

Die Inflation ist zurückgegangen und bewegt sich im Bereich der Mitte des Zielbandes von 1-3% in % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Arbeitslosigkeit steigt weiter an, während sich das Lohnwachstum abschwächt: Dies spricht für niedrigere Zinssätze
Durchschnittliche Stundenlöhne in % J/J; Arbeitslosigkeit in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Diese Situation wirft ein Problem für die Bank of Canada (BoC) und ihre Geldpolitik auf. Wie soll sie die Geldpolitik festlegen, wenn zwei wesentliche Faktoren für die Entscheidungsfindung völlig unklar sind? Alles in allem scheint es wahrscheinlich, dass nach der Senkung der Zinssätze von 5% auf 2,75% innerhalb von weniger als zwölf Monaten deutlich weniger Spielraum für weitere Zinssenkungen besteht und die Auswirkungen früherer Zinssenkungen in der Wirtschaft noch bis 2025 (und darüber hinaus) zu spüren sein werden. **Daher spricht einiges für eine langsamere Lockerung der Geldpolitik.** Angesichts früherer Äußerungen der Entscheidungsträger der BoC dürften die aktuelle Lage und die Aussichten für den Arbeitsmarkt in den kommenden Monaten als wichtiger Faktor für die Zinsentscheidungen herangezogen werden – auch wenn der Arbeitsmarkt in der Regel ein nachlaufender Indikator für die Konjunktorentwicklung ist. **Die DZ BANK rechnet mit einer Senkung um 25 Basispunkte im Sommer.**

Die Festlegung der Geldpolitik dürfte für die BoC schwierig werden, da ihr bislang weder die haushaltspolitischen Aussichten noch die Zollpolitik der USA bekannt sind

Was den kanadischen Dollar betrifft, so erwarten die Märkte von der Fed, der EZB und der BoC für den Rest des Jahres 2025 in etwa das gleiche Ausmaß an Lockerung. Dies deutet auf eine ungefähr seitwärts gerichtete Entwicklung an den Devisenmärkten hin. Allerdings ist es sehr wahrscheinlich, dass die Zollpolitik und geopolitische Risiken **zu zeitweiligen Volatilitätsschüben führen werden, die den kanadischen Dollar nicht unbedingt begünstigen.**

Weitgehend seitwärts gerichtete Entwicklung für den kanadischen Dollar erwartet

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

Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden noch nicht beendet – in Norwegen in den Herbst verschoben

Der für die Riksbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Hypothekenzins, CPIF, lag im April unverändert bei 2,3% im Jahresvergleich, während der CPIF ohne Energie auf 3,1% von zuvor 3,0% (J/J) angestiegen ist. Die Zahlen für die Kerninflation bleiben zwar erhöht, lagen aber dennoch unter den Erwartungen der Riksbank. **Wir gehen davon aus, dass die Inflation bald ihren Höhepunkt erreicht haben wird, was eine wichtige Voraussetzung dafür ist, dass die Riksbank noch nicht am Ende ihrer Leitzinssenkungen angekommen ist.** In der Pressemitteilung zum jüngsten Leitzinsentscheid wurde ausgeführt, dass die derzeitige weltweite wirtschaftliche Unsicherheit Einfluss auf die schwedische Wirtschaft hat. Schweden

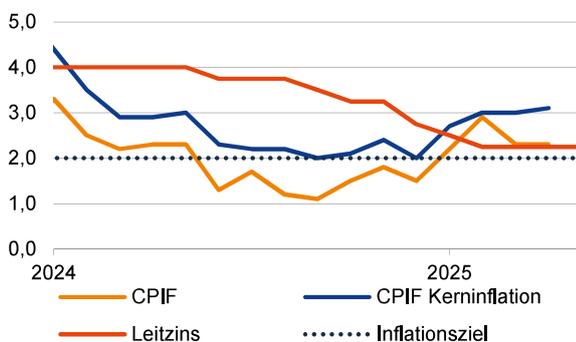
Inflation noch leicht erhöht

gehört zu den EU-Volkswirtschaften, die am stärksten vom US-Handel abhängig sind, wobei die effektiven Zölle, mit denen schwedische Exporteure konfrontiert sind, um mehr als 10 Prozentpunkte auf 13 % gestiegen sind. Die Direktexporte in die USA machen 3% des BIP aus, davon entfallen fast 1% des BIP auf Autos und Teile, die nun mit einem Zoll von 25% belegt sind. Die Unsicherheit über die künftige Handelspolitik wird sich auf Investitions- und Einstellungsentscheidungen auswirken, auch wenn die Zölle die Branchen ungleichmäßig treffen. Für Schweden sieht der wirtschaftliche Ausblick aufgrund dieser Entwicklungen etwas schwächer aus als in der März-Prognose der Riksbank erwartet wurde. Die Auswirkungen auf die Inflation sind zwar schwieriger zu taxieren, nach Einschätzung der Notenbankvertreter ist es etwas wahrscheinlicher, dass die Inflation niedriger ausfallen wird als in der März-Prognose und dies könnte auf eine leichte Lockerung der Geldpolitik in der Zukunft hindeuten. Zudem ist das Konsumentenvertrauen deutlich eingebrochen und der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (Overall Sentiment) signalisierte im April eine weitere Wachstumsabschwächung. **Wir ändern daher unsere Leitzinsprognose und erwarten noch eine Senkung des Leitzinses auf 2,0% – spätestens zur September-Sitzung.** Nach dem die Krone Anfang April aufgrund der Verschlechterung der globalen Risikostimmung deutlich abwertete, konnte sie seither wieder einen großen Teil der Verluste wettmachen. Bis mehr Klarheit über die US-Zollpolitik besteht, dürfte die Verunsicherung noch anhalten. Bis dahin gehen wir von einer **Seitwärtsentwicklung der Krone um 10,85 EUR-SEK** aus.

Konsumentenvertrauen bricht ein

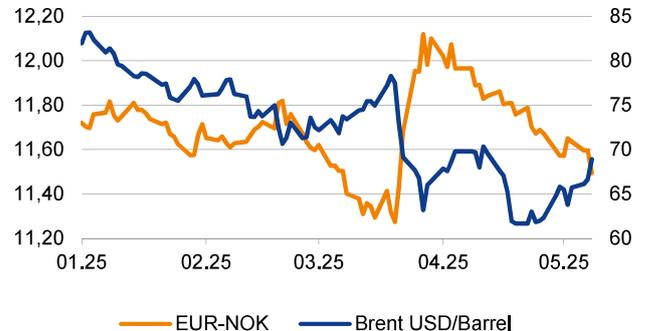
Riksbank dürfte spätestens zur September-Sitzung den Leitzins ein weiteres mal senken – Krone bis dahin bei 10,85 EUR-SEK erwartet

Schweden: Inflation sollte sich wieder abschwächen
in %



Quelle: LSEG

Norwegen: Krone erholt sich langsam vom Rohölpreisverfall
LS: EUR-NOK; RS: Brent USD/Barrel



Quelle: LSEG

Die Wirtschaft auf dem norwegischen Festland überraschte im ersten Quartal 2025 mit einem Wachstum von 1,0% gegenüber dem Vorquartal und zeigt, dass sich die Wirtschaft vor der Eskalation der globalen Handelsspannungen in einer Erholungsphase befand. Die Gesamtinflation in Norwegen ging im April leicht auf 2,5% im Jahresvergleich zurück. Das Inflationsmaß schwächte sich aufgrund des starken Rückgangs der Lebensmittel- und Energiepreise stärker ab als von der Norges Bank erwartet. Die niedrigeren internationalen Ölpreise nach dem "Tag der Befreiung" der USA wirkten sich stark auf die Kraftstoffpreise aus. Aber auch die Kerninflation (CPI-ATE) – die auch die Lebensmittelpreise berücksichtigt – sank um 0,4 Prozentpunkte auf 3%. Insgesamt zeigen die April-Daten erfreuliche disinflationäre Fortschritte, nachdem die Inflation in den ersten Monaten des Jahres angezogen hatte. Aber die Rückkehr der Kerninflation auf 2% bleibt auf einem holprigen Weg. Die Norges Bank hat bei ihrem Leitzinsentscheid Anfang Mai einstimmig beschlossen, den Leitzins unverändert bei 4,50% zu belassen. Während die inländischen Entwicklungen im Großen und Ganzen wie erwartet verliefen, betont die Notenbank die Zunahme globaler Unsicherheit. Der Ausschuss verzichtete darauf, neue politische Signale in

Erfreuliche disinflationäre Fortschritte

Bezug auf den Zeitpunkt von Zinssenkungen zu senden, und bekräftigt, dass "der Leitzins höchstwahrscheinlich im Laufe des Jahres 2025 gesenkt wird". Dies deutet darauf hin, dass die Leitzinsprojektionen vom März noch Bestand haben, was auf Zinssenkungen sowohl im September als auch im Dezember hindeutet. Dieser Zinspfad, der eine Senkung um 25 Basispunkte im September und Dezember vorsieht, erscheint uns recht wahrscheinlich und spiegelt sich auch in unseren Prognosen wider. Das Umfeld für die Krone dürfte sich kaum eintrüben, wenn die norwegische Geldpolitik ihre kontraktive Ausrichtung alsbald lockern dürfte. Wie viele kleinere Währungsräume hat auch die norwegische Währung unter der derzeit hohen Risikoaversion zu leiden. **Da wir nicht davon ausgehen, dass sich die globale Risikoaversion in den kommenden Wochen deutlich verringern wird, erwarten wir EUR-NOK auf Dreimonatssicht bei der Marke von 11,60 EUR-NOK.**

EUR-NOK-Notierungen auf Dreimonatsfrist bei 11,60 NOK erwartet

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Nationale Themen im Fokus

Die momentane **Entspannung im US-Handelskonflikt** sowie das damit einhergehende **freundlichere Risikosentiment** des Marktes **lassen die CE3-Währungen gegenüber dem Euro durchatmen**. Zudem erhalten **nationale Themen unter diesen Vorzeichen wieder mehr Raum**.

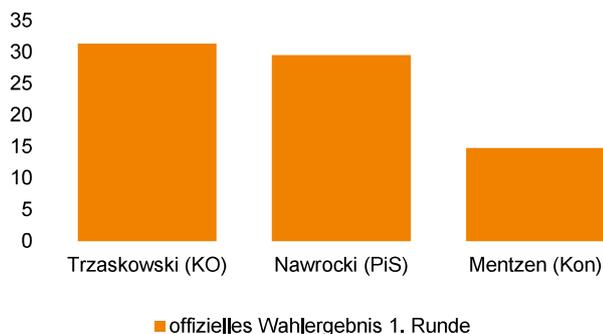
So hat der polnische Zloty derzeit in erster Linie die zweite Runde (Stichwahl) der dortigen Präsidentschaftswahl im Blick, welche am 1. Juni auf der Agenda steht. Hier stehen sich die Kandidaten der liberalen, pro-europäischen Regierungskoalition (KO) und der nationalkonservativen, EU-kritischen Oppositionspartei PiS gegenüber, womit die Wahl als politische Richtungswahl zu sehen ist. Ob letztendlich der Kandidat der KO, der Warschauer Bürgermeister Kazimierz Trzaskowski, oder der Kandidat der PiS, der Historiker Karol Tadeusz Nawrocki, das Rennen macht, dürfte auch davon abhängen, wer die meisten Stimmen des Drittplatzierten aus der ersten Wahlrunde auf sich vereinen kann. Auf Platz drei kam der Kandidat des als rechtsextrem geltenden Parteibündnisses „Konföderation der Freiheit und Unabhängigkeit“ Slawomir Mentzen. Da dieses rechtsextreme Bündnis der nationalkonservativen PiS politisch nähersteht, als der liberalen und pro-europäischen KO, ist damit zu rechnen, dass ein Großteil der Mentzen-Stimmen aus der ersten Wahlrunde an den PiS-Kandidaten Nawrocki gehen wird, was dessen Siegeschancen merklich erhöht.

Entspannung im US-Handelskonflikt rückt nationale Themen in den Mittelpunkt

Stichwahl polnische Präsidentschaftswahl: Wird der Drittplatzierte Mentzen zum Königsmacher?

Polnische Präsidentschaftswahl: Stichwahl zwischen den beiden Erstplatzierten Trzaskowski (KO) und Nawrocki (PiS)

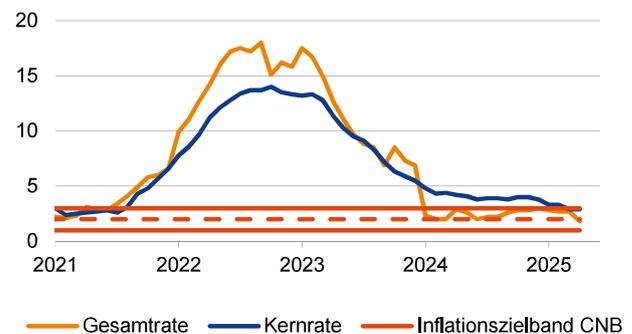
Ergebnis Präsidentschaftswahl Polen, 1. Runde, in %



Quelle: <https://wybory.gov.pl/prezydent2025/en/wynik/pl>, DZ BANK

Sorgen um die Kernrate dürften tschechischen Leitzinssenkungszyklus auf restriktivem Niveau enden lassen

Alle tschechischen Inflationswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Sollten Präsident und Regierung weiterhin aus unterschiedlichen politischen Lagern kommen und wird damit die politische (Reform-) Agenda der Tusk-Regierung weiter in wesentlichen Teilen blockiert, könnte dies schließlich nicht nur bei den KO-Wählern zu entsprechendem Unmut führen, was mit Blick auf die 2027 anstehende nächste Parlamentswahl wiederum der nationalkonservativen PiS in die Hände spielen könnte. **Vielmehr dürfte dies auch bei einigen Marktteilnehmern für Verunsicherung sorgen, so dass der Zloty unserer Ansicht nach im Falle eines Wahlsiegs der PiS-Kandidaten unter Abgabedruck geraten sollte**. Denn nicht nur, dass der dortige Präsident eine Schlüsselrolle im Gesetzgebungsprozess hat. Vielmehr spielt er auch eine wichtige Rolle bei der Außenpolitik des Landes, was angesichts der EU- und NATO-Mitgliedschaft Polens sowie des Kriegs in der Ukraine ebenfalls eine bedeutende Stellgröße ist. **Macht hingegen der Kandidat der Regie-**

Wahlsieg des PiS-Kandidaten dürfte Zloty mit Kursverlusten quittieren

rungskoalition das Rennen, dürften Präsident und Regierung politisch seit langem wieder an einem Strang ziehen, was der Zloty wiederum wohlwollend zur Kenntnis nehmen dürfte.

Das Augenmerk der tschechischen Krone ist derzeit hingegen auf die Geldpolitik des Landes gerichtet. Konkret geht es hier um das nahende Ende des Leitzinssenkungszyklus. Der Vorsitzende der tschechischen Notenbank (CNB) Michl machte nach der jüngsten Zinssenkung deutlich, dass die Geldpolitik restriktiv bleiben werde und dass der Spielraum für weitere Lockerungen angesichts der Inflationsrisiken begrenzt sei. Eine Übereinkunft, ob die jüngste Leitzinssenkung im Zyklus die letzte gewesen sei, gab es laut Michl innerhalb des CNB-Gremiums jedoch nicht. Marktseitig wird dennoch davon ausgegangen, dass die Währungshüter nur noch Feinjustierungen an der Leitzinsschraube vornehmen werden. **Im Schnitt wird allgemein erwartet, dass der Leitzinssenkungszyklus Anfang nächsten Jahres bei 3% zum Ende kommen wird. Auch wir sehen das Ende der Senkungen in diesem Bereich.** Dass der tschechische Leitzins auf einem im historischen Vergleich hohen und die Krone stützenden Niveau verbleiben dürfte, ist u.a. der Kerninflationrate geschuldet, welche weiterhin erhöht bleiben sollte.

Tschechische Krone: Ende des Leitzinssenkungszyklus im Blick

Auch den Forint treibt momentan die Frage nach der weiteren geldpolitischen Marschrichtung seiner Währungshüter um. Allerdings geht es hier in erster Linie um die Frage, wann die ungarische Notenbank (MNB) ihren Leitzinssenkungszyklus wieder aufnehmen wird. So belässt diese doch den Leitzins seit Herbst letzten Jahres unverändert bei 6,50%. Anlass für das geldpolitische Innehalten ist der Preisdruck, der zwischenzeitlich wieder merklich zugenommen hatte und die Inflation vorübergehend erneut auf über 5% (J/J) ansteigen ließ. Seit Anfang des Jahres ist die dortige Teuerung jedoch immerhin wieder bis auf 4,2% (J/J) zurückgekommen, womit sie nur noch ein Wimpernschlag oberhalb der oberen Grenze des Inflationszielbandes der MNB von 4% liegt. Nach Einschätzung der dortigen Währungshüter dürfte sich die Teuerung in den kommenden Monaten weiter in diesem Bereich bewegen. **Zudem haben die Inflationsrisiken ihrer Ansicht nach aufgrund der US-Zollpolitik wieder zugenommen, was dafürspricht, dass die MNB weiterhin keine Eile haben sollte, ihre Leitzinssenkungen wieder aufzunehmen.** Belässt die Zentralbank die Zinsen auf ihrem aktuellen, restriktiven Niveau, ist nicht ausgeschlossen, dass die geldpolitische Kritik von Seiten der Regierung wieder lauter werden wird. So schrumpfte doch die ungarische Wirtschaft im ersten Quartal überraschenderweise wieder um 0,2% (Q/Q). Rückt die seit längerem bestehende Meinungsverschiedenheit zwischen Regierung und Notenbank bezüglich der angemessenen Geldpolitik wieder in den Fokus, dürfte der Forint dies aller Voraussicht nach mit gewissem Unmut quittieren.

Ungarischer Forint: Wann kehrt die MNB auf ihren Leitzinssenkungspfad zurück?

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

Türkei & Südafrika: Zinsen gehen abwärts, aber es bleiben zwei Welten

Nachdem sich die **türkische Notenbank (TCMB) aus dem Markt zurückgezogen hat** und nicht mehr zugunsten der Lira interveniert, **hat diese gegenüber dem US-Dollar ihren wohlbekanntesten Abwärtstrend wieder aufgenommen.** Dass die dortigen Währungshüter die Lira nun weiter abwerten lassen und sie nicht mehr mit Markteingriffen zu stabilisieren versuchen, sollte dem zuletzt merklich geschmolzenen Bestand an Devisenreserven geschuldet sein. Dass die Lira erneut in die Defensive geraten ist, dürfte zudem den **Markterwartungen** geschuldet sein, **wonach die**

Inflationrückgang dürfte TCMB Spielraum für Wiederaufnahme moderater Leitzinssenkungen geben

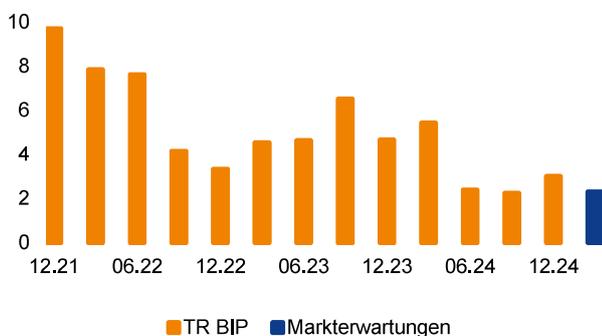
TCMB bald zu Leitzinssenkungen zurückkehren sollte. Anlass hierzu geben die jüngsten Preiszahlen, **ging doch die dortige Teuerung in den vergangenen Monaten zumindest in der Gesamtrate jeweils etwas stärker als marktseitig erwartet zurück.** Aber auch die Kernrate sank in den letzten Monaten für türkische Verhältnisse spürbar auf nun 37,12% (J/J). Dies ist der niedrigste Stand seit Ende 2021. **Angesichts dieser Entwicklungen gehen wir davon aus, dass die TCMB bei ihrer nächsten Zinssitzung am 19. Juni den Leitzins von derzeit 46% moderat um 250 Bp auf dann 43,5% nach unten nehmen sollte.** Diese geldpolitische Entscheidung dürfte erneut mit einer „hawkishen“ Tonspur und dem Bekenntnis, weiterhin konsequent gegen die Inflation vorzugehen, versehen werden.

Neben der weiteren Inflations- und Leitzinsentwicklung verdient zudem die Bekanntgabe der türkischen Wachstumszahlen für das erste Quartal, welche am 30. Mai auf der Agenda steht, Beachtung. Marktseitig wird davon ausgegangen, dass die **konjunkturelle Dynamik zu Jahresbeginn mit einem prognostizierten Plus von 2,3% (J/J) nachgelassen hat.** Anlass zu dieser Einschätzung gibt zum einen der private Konsum. Dieser dürfte angesichts überaus hoher (Leit-) Zinsen, einer immer noch viel zu hohen Inflation sowie einer zu Jahresbeginn etwas moderateren Mindestlohnerhöhung noch etwas schwächer als im Schlussquartal 2024 ausgefallen sein. Zum anderen weist das monatliche Minus des türkischen Handelsbilanzsaldos von im Schnitt knapp 8 Mrd. USD darauf hin, dass die Nettoexporte in den ersten drei Monaten des Jahres noch etwas stärker in den negativen Bereich gerutscht sein dürften als im vierten Quartal des vergangenen Jahres.

Türkische Wachstumszahlen für Q1 im Blick

Türkei: Zum Jahresauftakt nachlassende konjunkturelle Dynamik erwartet

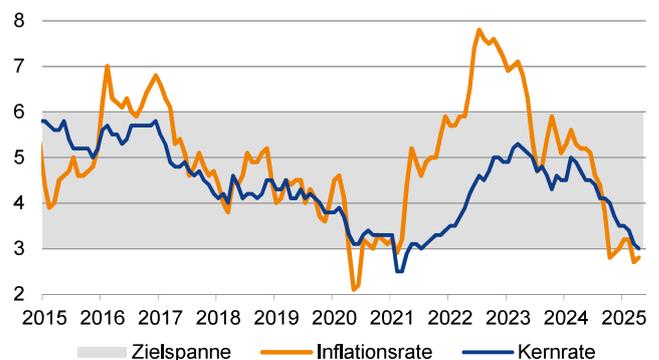
Türkisches Wirtschaftswachstum, Quartalswerte, in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Preisauftrieb in Südafrika bleibt gedämpft

in % J/J; Kernrate: ohne Energie, Nahrungsmittel



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Bis zu den südafrikanischen BIP-Zahlen für das erste Quartal muss noch bis Anfang Juni gewartet werden. Allerdings machen die monatlichen Daten **wenig Hoffnung auf eine Wiederholung des soliden Wachstums** von +0,6% (Q/Q) aus dem Schlussquartal 2024. Besonders die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe (-2,3% Q/Q) und Bergbau (-4,4% Q/Q) zeigte sich in den ersten drei Monaten schwach. Selbst bei den Einzelhandelsumsätzen (+0,1% Q/Q), die zuvor noch gegläntzt hatten, **flachte sich die Dynamik erheblich ab.** In den letzten Monaten kam zudem wieder das leidige Thema Stromabschaltungen auf. Auch wenn die Ausfälle nicht den Umfang von 2023 erreichten, werden doch bessere Wirtschaftszahlen verhindert. Gegenpol zu den trüben Wirtschaftszahlen ist allerdings eine gedämpfte Preisentwicklung. Die Inflationsrate lag auch im April mit 2,8% (J/J) unter der Zielspanne für die Notenbank und die Kernrate ohne Nahrungsmittel und Energie rutschte mit nun 3,0% genau auf die untere Schwelle. Selbst wenn sich die Inflationszahlen wieder

Schwache Konjunktur aber gute Preiszahlen in Südafrika

leicht nach oben bewegen, eröffnet dieses Umfeld der Reserve Bank of South Africa **Zinsspielraum nach unten**. Nach der Zinspause im März sollte bei der anstehenden Sitzung Ende des Monats der Leitzins von derzeit 7,5% wieder um 25 Bp gesenkt werden. Anschließend erwarten wir auch noch eine letzte Lockerung um 25 Bp auf dann 7,0%. Mit dem dann erreichten Niveau kann auch die notorisch vorsichtige Notenbank leben. Der Rand sollte einen solchen Lockerungskurs eher wohlwollend zur Kenntnis nehmen. Zumindest etwas neugemischt werden könnten die geldpolitischen Karten in den kommenden Wochen/Monaten durch eine **Anpassung des Inflationsziels** von derzeit 3% bis 6%. Notenbankgouverneur Kganyago rührte schon eine längere Zeit die Werbetrommel für eine niedrigere Zielspanne. Aus dem Finanzministerium hieß es nun, dass schon bald eine Entscheidung zu diesem Thema verkündet werde.

Finanzminister Godongwana hat es im dritten Versuch geschafft seinen **Haushaltsentwurf mit Unterstützung der ganzen Regierungskoalition** durch das Parlament zu bringen. Gegenüber den vorherigen Versionen wurden die Wachstumserwartungen etwas zurückgenommen. Den fehlenden Einnahmen aus der zunächst geplanten Mehrwertsteuererhöhung stehen nun etwas niedrigere Ausgaben, eine höhere Kreditaufnahme sowie Steueranpassungen an anderer Stelle gegenüber. Die Finanzmärkte hatten sich schon im Vorfeld auf die sich abzeichnende Einigung gefreut und die Risikoaufschläge südafrikanischer Anleihen nach unten getrieben. Der Spielraum für eine weitere Einengung scheint damit kurzfristig geschwunden zu sein, auch wenn es im weiteren Jahresverlauf noch Chancen gibt.

Haushalt zeigt Willen zur Fortsetzung der Regierungsarbeit

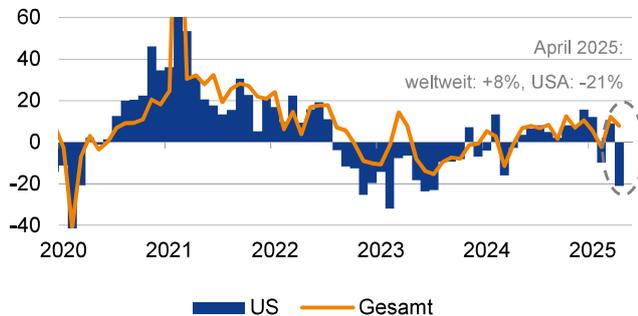
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Aufatmen im Zollstreit – aber zu früh für Entwarnung

Nachdem sich die USA und China wochenlang gegenseitig mit Zoll und Gegenzoll bis auf absurd hohe Niveaus überboten haben, ist es Anfang Mai überraschend schnell zu einer Deeskalation gekommen. Ein Großteil der Zölle (91 Prozentpunkte) wurde gestrichen, weitere 24 Prozentpunkte für drei Monate ausgesetzt. Dieser **Waffenstillstand war für beide Streitparteien dringend notwendig**: Für China wären die Verluste des Exportsektors fatal, in den USA hätten höhere Preise und/oder leere Supermarktregale gedroht. Im April waren die chinesischen Exporte in die USA bereits um ein Fünftel eingebrochen, es war die Rede von stornierten Aufträgen oder eingefrorenen Lieferungen. Entsprechend kritisch sind auch die chinesischen Einkaufsmanagerindizes zuletzt ausgefallen. Die frisch beschlossenen **Zollerleichterungen sind umfassender und kamen auch schneller als wir bisher unterstellt hatten**. Wir haben daher unseren Ausblick revidiert und rechnen mit einem weniger schwachen Wachstum als bisher, was vor allem im nächsten Jahr zum Tragen kommt. **Wir heben unsere BIP-Prognose für dieses Jahr von 4,2% auf 4,4% und für 2026 von 2,7% auf 3,5% an**. Dabei unterstellen wir, dass die kürzlich erzielten Zollerleichterungen auch über die vereinbarten 90 Tage Bestand haben werden und es nicht zu einer neuen Eskalationsspirale kommt. Chinas Wachstumsperspektiven sind damit *besser* als vor einem Monat, aber noch lange nicht *gut*. Insbesondere dürfen wir uns **nicht der Illusion hingeben, dass der Streit zwischen den beiden Großmächten endgültig beigelegt ist**. Die verbleibenden Zölle sind noch immer sehr hoch, zudem haben beide Seiten einschlägige Handelshemmnisse jenseits von Zöllen errichtet. Vom Vertrauensschaden für den gesamten Welthandel ganz zu schweigen.

Waffenstillstand: früher und umfassender als erwartet

Wie stark bricht der Handel mit den USA noch ein? Chinesische Exporte (J/J), in %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Neue Prognose: Yuan-Abwertung wird kommen, aber weniger ausgeprägt als bisher USD-CNY



Quelle: LSEG, DZ BANK

Die unerwartet frühe handelspolitische Annäherung hinterlässt auch Spuren in unserer FX-Prognose. **Statt einer ausgeprägten Yuan-Schwäche und USD-CNY-Aufwertung bis 7,75 CNY rechnen wir jetzt mit 7,50 CNY auf Sicht von zwölf Monaten.** Damit tragen wir dem verbesserten (oder vielmehr dem weniger schlechten) Konjunkturausblick Rechnung. Bisher hatten wir unterstellt, dass Peking den Yuan nach Scheitern der Handelsgespräche klar abwerten lässt, sobald keine währungspolitische Mäßigung aus taktischen Gründen mehr erforderlich ist. Dieses politische Szenario ist jetzt hinfällig. Als belastende Elemente bleiben weiterhin die sehr lockere Geldpolitik, das trotz Aufwärtsrevision schwache Wachstum sowie der übergeordnete Strukturwandel, der schmerzhaft Einschnitte erfordern wird. **Für eine vorübergehende Aufhellung des Yuan-Sentiments könnten dagegen globale Zweifel an der Stabilität des US-Dollars sorgen.** Auch die Diskussion über ein Fiskalpaket zur Milderung des drohenden Wachstumseinbruchs würde dem Yuan gut bekommen, da sich Chinas Offizielle bisher noch auf einen rein geldpolitischen Stimulus verlassen.

Prognoserevision

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

Brasilien & Mexiko: Divergierende Wirtschaftsentwicklung

Brasiliens Wirtschaft konnte in diesem Jahr wieder einmal positiv überraschen. Der monatliche Aktivitätsindex schaffte in den ersten drei Monaten mit +1,3% (Q/Q) sogar noch eine Beschleunigung gegenüber dem Schlussquartal 2024. Zwar expandierte vor allem die Landwirtschaft (+6,1% Q/Q), aber auch Industrie (+1,6% Q/Q) und Dienstleistungen (+0,7% Q/Q) schafften verbesserte Zahlen. Nach den besonders überraschenden Märzdaten wird es vermutlich (wieder einmal) zu Aufwärtsrevisionen bei den Wachstumserwartungen für dieses Jahr kommen. Die BIP-Zahlen werden erst Ende des Monats veröffentlicht, dürften aber ebenfalls eine Beschleunigung gegenüber dem mageren Wachstum im Schlussquartal (+0,2% Q/Q) ausweisen. Damit „verweigert“ sich die Wirtschaft bisher dem scharfen Bremskurs der Banco Central do Brasil. Dauerhaft dürfte dies aber nicht gelingen, so zeichnet sich bei einigen **Stimmungsindikatoren bereits eine leichte Eintrübung** ab. Das deutlich schwierigere Kreditumfeld sollte dann in den kommenden Monaten auch bei den harten Konjunkturdaten Spuren hinterlassen. Die langen Wirkungsver-

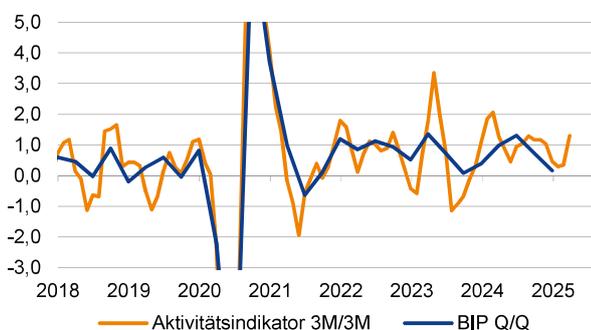
Gute Wirtschaftsdaten und hartnäckige Inflation in Brasilien

zögerungen der Geldpolitik bewogen auch die Notenbank zuletzt ihren scharfen Bremskurs etwas zu verlangsamen. Nach drei Zinserhöhungen um jeweils 100 Bp hob sie ihren Leitzins (Selic) zuletzt nur noch um 50 Bp auf 14,75% an. Zudem blieb sie in ihrem Ausblick vager als bisher, sodass künftig sogar eine Zinspause möglich erscheint. Allerdings fallen die Preiszahlen bis zuletzt sehr unbefriedigend aus. Die Inflationsrate stieg im April auf 5,5% (J/J) und auch die Jahresrate bei den Indikatoren für den Preisauftrieb hat sich mit durchschnittlich 5,3% weiter eingetrübt. Entsprechend vermuten wir noch eine letzte weitere Zinserhöhung, bevor dann eine längere Phase unveränderter Leitzinsen folgen dürfte. Das Zinsniveau ist damit für einige Zeit auch ein Unterstützungsfaktor für den Real.

Für die Finanzmärkte ist die **Parlaments- und Präsidentschaftswahl Anfang Oktober 2026** zwar noch kein Thema, für unsere Prognosen auf 12-Monatssicht sind sie aber zu beachten. Unsicherheiten im Vorfeld von Wahlen haben in der Vergangenheit öfter den Finanzmarkt belastet. Bereits jetzt sind die Wahlen zudem ein wichtiger Faktor für die politische Landschaft. Präsident Lula da Silva genießt derzeit zwar keine hohen Zustimmungswerte, er will sich aber trotz seines Alters (79 Jahre) und einer angeschlagenen Gesundheit zur Wiederwahl stellen. Ein zentrales Projekt der Regierung, die Steuerbefreiung aller Einkommen bis 5000 Real ist auch vor diesem Hintergrund zu sehen. Zusammen mit anderen möglichen Initiativen sollen sie wieder für eine bessere Stimmung in der Wählerschaft sorgen. Sollte die Finanzierung hierfür jedoch wenig glaubwürdig ausfallen, würde die Stimmung an den Finanzmärkten und auch beim Real leiden.

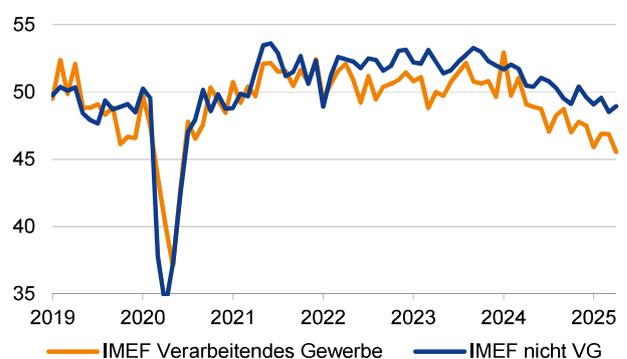
Wahlen im kommenden Jahr werfen ihre Schatten voraus

Wachstumsabschwächung in Brasilien lässt auf sich warten
Veränderung in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Trübe Stimmung bei Mexikos Unternehmen
Einkaufsmanagerindex (Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Mexikos Wirtschaft schaffte im ersten Quartal, anders als der große Nachbar im Norden, ein kleines Wachstum von 0,2% (Q/Q), nachdem im Schlussquartal ein Minus von 0,6% (Q/Q) verzeichnet wurde. Beide Quartale waren durch kräftige Bewegungen im Primärsektor (Landwirtschaft) geprägt, die schrumpfende Industrie und ein stagnierender Dienstleistungssektor sind aber Zeichen für einen insgesamt trüben Jahresauftakt. Dabei schlug die Belastung durch die US-Zölle erst im April stärker durch. Auch wenn nach Angaben von Wirtschaftsminister Ebrard 86% aller Exporte in die USA nach diversen Ausnahmen zollfrei sind, wird die Unsicherheit insbesondere bei den Investitionen deutliche Spuren hinterlassen. Zeitnah verfügbare harte Daten kommen vor allem aus der Autoindustrie und dort lag die Produktion im April erstmals seit März 2023 unter dem Vorjahresstand (-9,1% J/J). Auch Stimmungsindikatoren zeigten sich spürbar eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe schrumpfte auf den tiefsten Stand seit der Corona-

Kein guter Jahresauftakt und das Schlimmste steht noch bevor

krise. Mit einer kurzfristigen konjunkturellen Wende nach oben ist daher kaum zu rechnen, sodass das zweite Quartal wieder eine schrumpfende Wirtschaft ausweisen dürfte. **Der schwachen Konjunktur gilt auch die nahezu ungeteilte Aufmerksamkeit der Banco de México**, die zuletzt ihren Leitzins erneut um 50 Bp auf nunmehr 8,5% gesenkt hat. Damit hat sie ihren Leitzins zwar seit August letzten Jahres um insgesamt 250 Bp gesenkt, das aktuelle Zinsniveau wird aber immer noch als klar restriktiv eingeschätzt. Straffe Geldpolitik und eine schwache Wirtschaft sollten sich eigentlich in einem abflachenden Preisauftrieb niederschlagen. Nach dem deutlichen Rückgang der Inflationsrate im letzten Jahr zeigten sich seit Jahresbeginn jedoch keine weiteren Fortschritte mehr. Vielmehr stieg die Jahresrate sowohl insgesamt als auch in der Kernrate (jeweils 3,9% J/J) wieder leicht an. Möglicherweise ist die Geldpolitik doch nicht so bremsend, wie die Notenbank vermutet.

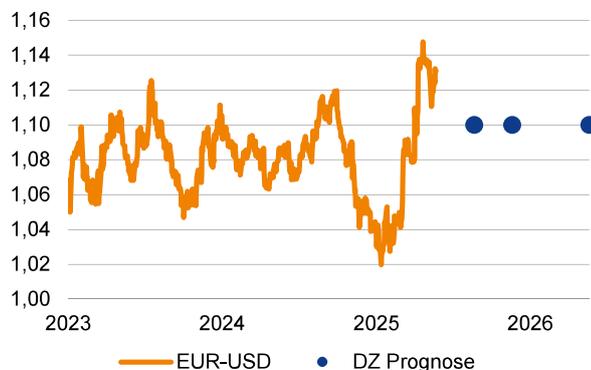
Notenbankgouverneurin Rodriguez stellte zuletzt fest, dass die Inflationsrate im Bereich des Durchschnitts von vor der Corona-Epidemie liegt. Trotz der weiterhin bekundeten Absicht den Preisauftrieb in Richtung der Zielmarke von 3,0% zu drücken, scheint die **Notenbank derzeit aber keine größeren Probleme mit leicht darüber liegenden Inflationszahlen zu haben**. Spannend wird es, sollte die derzeit an der Obergrenze der Toleranzspanne von 2% bis 4% liegende Inflationsrate diese Marke überschreiten. Der bisher sehr robuste Peso dürfte dann wenig erfreut auf eine Fortsetzung des Lockerungskurses der Notenbank reagieren.

Geldpolitik wenig ehrgeizig

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

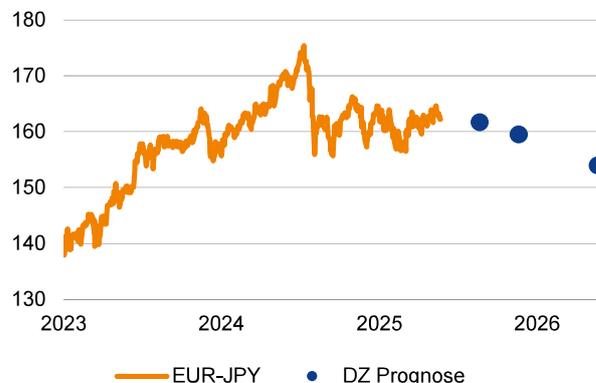
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



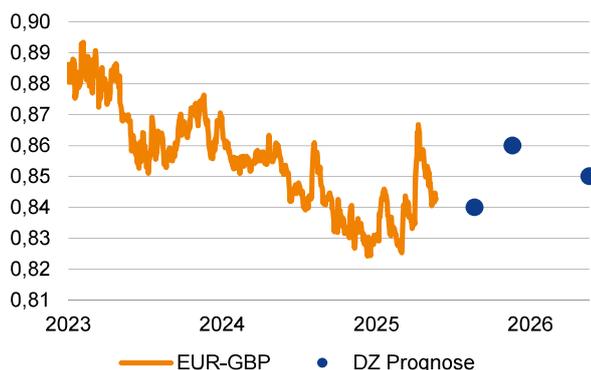
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



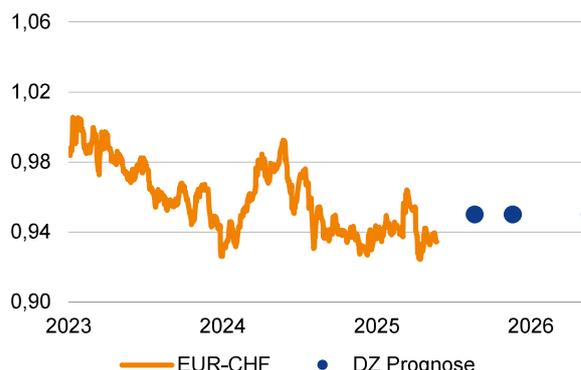
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



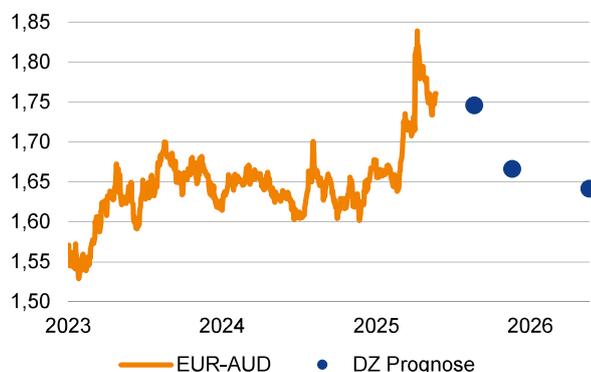
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



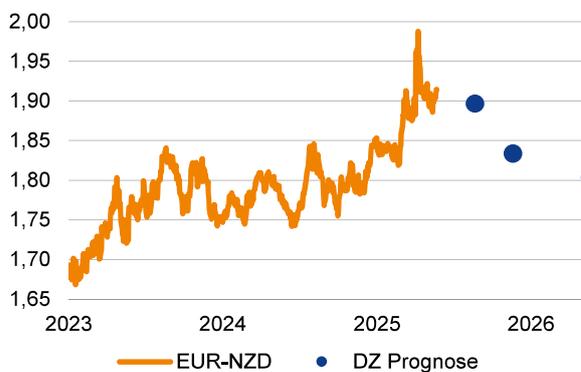
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



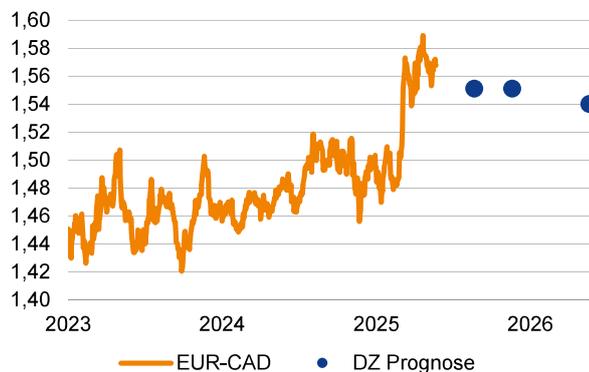
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



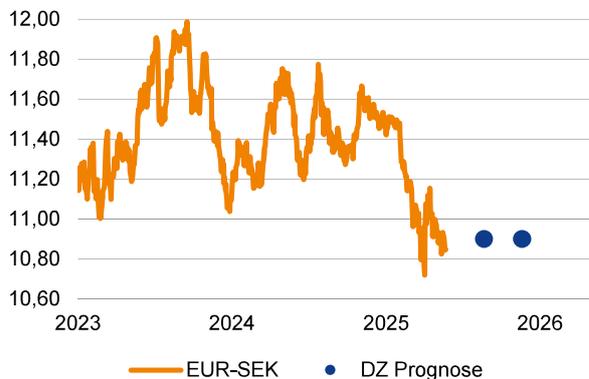
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



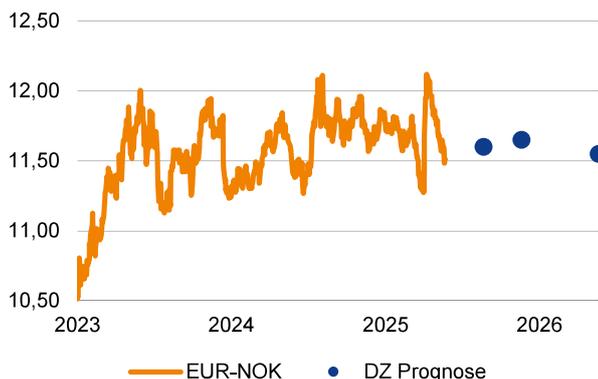
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



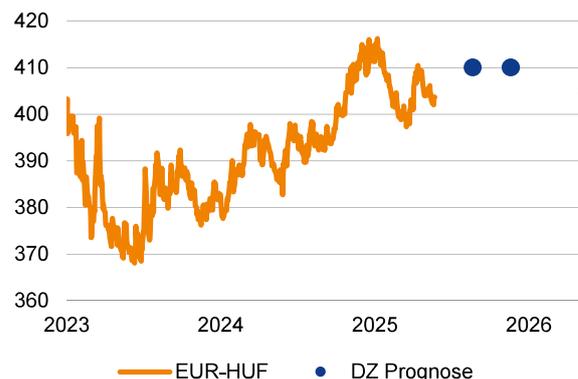
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



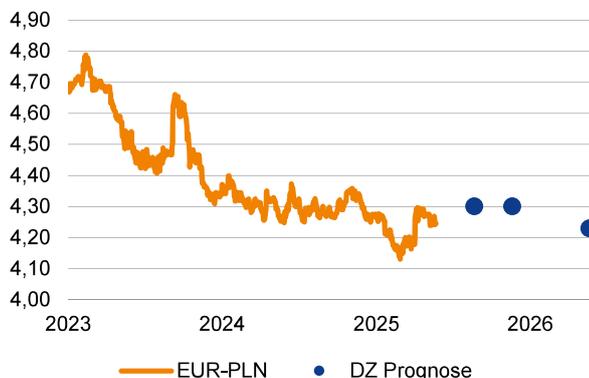
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



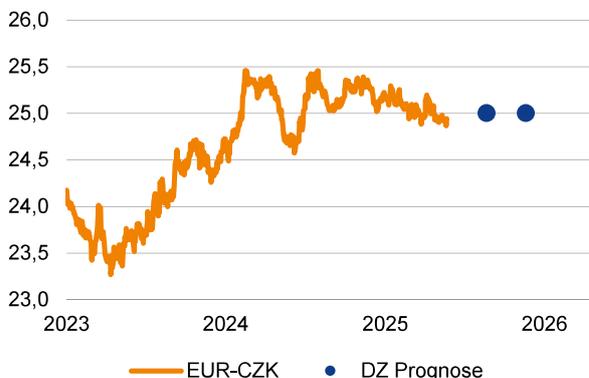
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



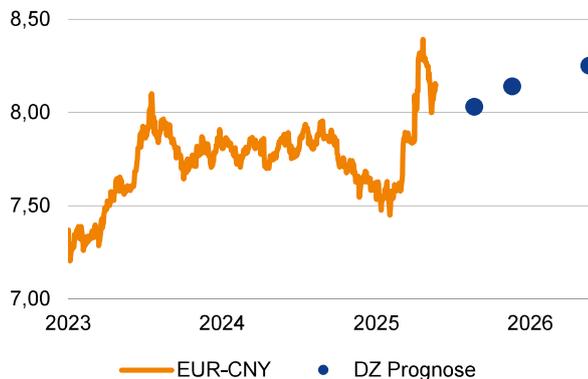
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



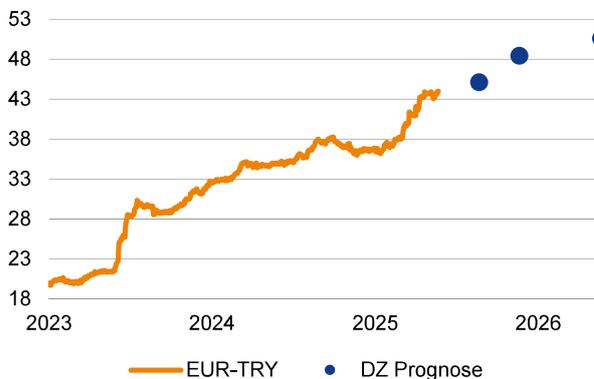
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



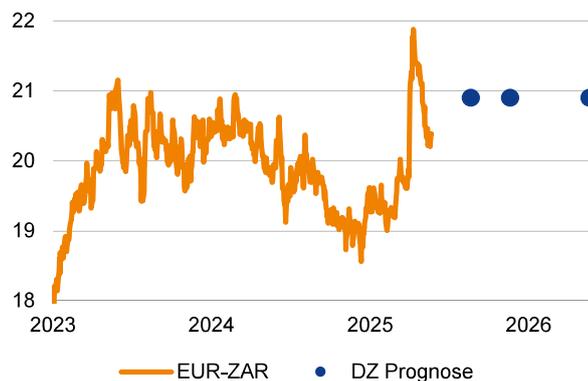
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



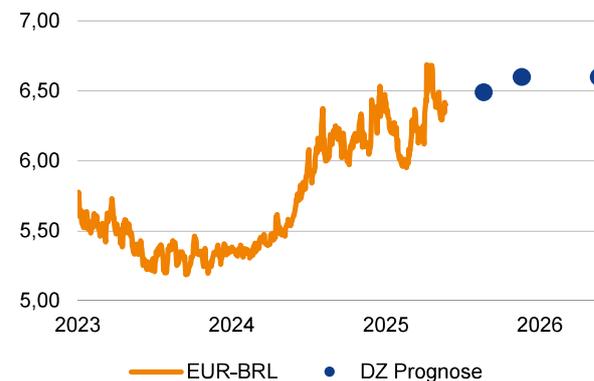
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

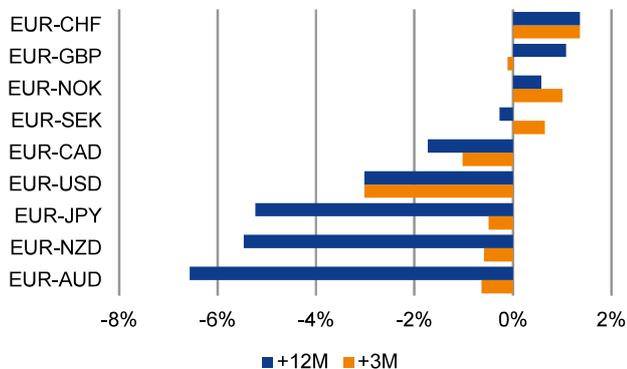
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

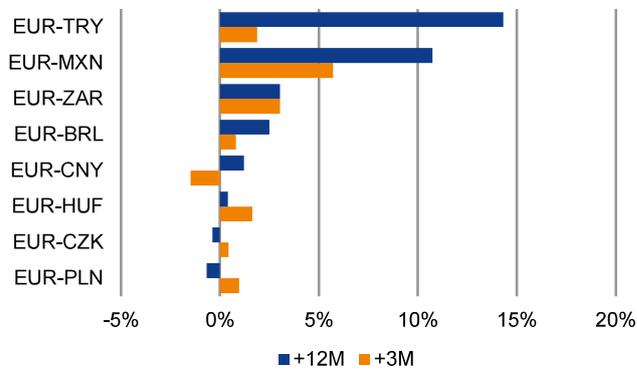
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognose Schwellenländer (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1342	1,10	1,10	1,10
EUR/GBP	0,8409	0,84	0,86	0,85
EUR/JPY	162,51	162	160	154
EUR/CHF	0,9373	0,95	0,95	0,95
EUR/AUD	1,7572	1,75	1,67	1,64
EUR/NZD	1,9077	1,90	1,83	1,80
EUR/CAD	1,5671	1,55	1,55	1,54
EUR/NOK	11,48	11,60	11,65	11,55
EUR/SEK	10,83	10,9	10,9	10,8
EUR/PLN	4,2585	4,30	4,30	4,23
EUR/CZK	24,90	25,0	25,0	24,8
EUR/HUF	403,4	410	410	405
EUR/TRY	44,27	45,1	48,4	50,6
EUR/ZAR	20,28	20,9	20,9	20,9
EUR/CNY	8,1509	8,03	8,14	8,25
EUR/BRL	6,4384	6,49	6,60	6,60
EUR/MXN	21,85	23,1	23,7	24,2

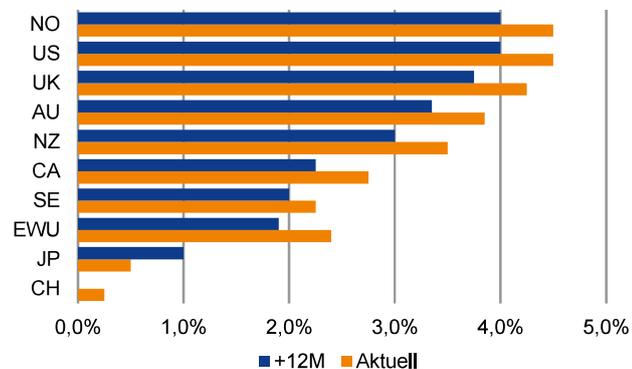
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1342	1,10	1,10	1,10
GBP/USD	1,3488	1,31	1,28	1,29
USD/JPY	143,28	147	145	140
USD/CHF	0,8264	0,86	0,86	0,86
AUD/USD	0,6455	0,63	0,66	0,67
NZD/USD	0,5945	0,58	0,60	0,61
USD/CAD	1,3817	1,41	1,41	1,40
USD/NOK	10,13	10,55	10,59	10,50
USD/SEK	9,55	9,9	9,9	9,8
USD/PLN	3,7546	3,91	3,91	3,85
USD/CZK	21,95	22,7	22,7	22,5
USD/HUF	355,7	373	373	368
USD/TRY	39,03	41,0	44,0	46,0
USD/ZAR	17,88	19,0	19,0	19,0
USD/CNY	7,1865	7,30	7,40	7,50
USD/BRL	5,6766	5,90	6,00	6,00
USD/MXN	19,27	21,0	21,5	22,0

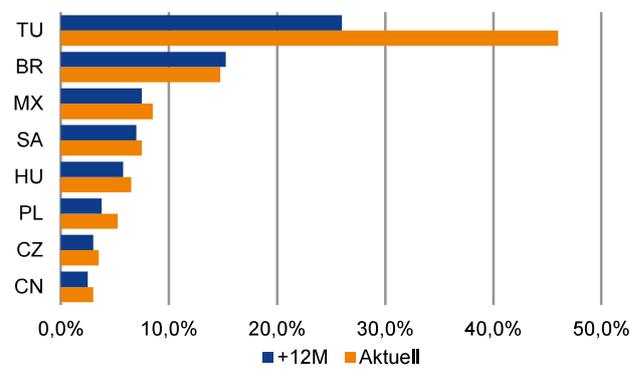
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	0,4	1,0	1,2	0,4	-0,1	-0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,3	2,2	2,4	2,1	2,2	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-3,3	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	2,1	2,0				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	1,0	2,1	2,0	1,4	0,2	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	3,6	2,8	2,7	3,1	4,4	4,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-8,3	-8,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,9	-4,2	-3,5				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,8	0,6	1,8	1,1	0,8	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	2,8	1,8	3,8	3,2	2,6	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-3,4	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,7	4,7	4,7				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,9	1,2	1,0	0,8	0,9	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,9	2,4	2,8	2,8	3,2	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-3,5	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,7	-2,6	-2,8				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,2	1,3	1,7	1,3	1,0	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	1,1	0,2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3
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	1,8	2,1	1,4	1,8	2,1	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,5	2,6	2,4	2,0	2,6	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,2	0,0	0,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,9	-3,3	-3,8				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,1	1,3	2,7	-0,4	1,0	2,5	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	2,5	2,1	2,5	2,4	2,6	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,8	-3,2	-2,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,2	-6,3	-6,9				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	0,7	1,6	1,7	0,6	0,3	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,4	2,2	2,3	2,7	2,3	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,5	-2,1	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-1,1	-1,5				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	1,9	2,1	1,6	2,1	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	1,1	2,0	0,9	0,5	1,4	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,4	-1,8	-1,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,4	5,1	4,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,2	0,9	0,2	-1,1	0,4	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	1,9	2,4	1,9	2,1	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	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	2,4	2,4	3,6	2,3	2,4	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	4,6	3,6	5,4	4,9	4,2	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,6	-5,9	-5,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,2	-0,5	-0,8				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	0,5	2,2	-0,4	0,1	1,1	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,7	4,3	3,9	5,2	4,3	3,8	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-4,3	-3,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	1,6	1,1				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	2,1	2,1	2,0	2,3	2,2	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,2	1,9	2,7	2,1	2,1	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-2,6	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,8	2,6	1,0				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	2,8	2,2	2,4	2,9	3,5	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	60,0	35,1	20,7	39,7	36,4	33,9	30,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,0	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,6	-1,8				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,9	1,2	0,9	0,8	1,2	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,5	3,5	4,5	3,0	3,0	3,6	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,3	-5,0	-5,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	-0,1	-0,7				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,4	3,5	5,4	4,8	4,2	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,2	1,0	-0,1	0,0	0,0	0,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,4	-7,6	-7,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	1,5	1,0				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	1,8	1,5	3,2	1,7	1,0	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	5,4	4,3	5,0	5,5	5,7	5,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	8,5	-8,9	-10,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,8	-3,0	-2,6				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	-0,2	1,0	0,8	0,0	-1,1	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	3,7	3,6	3,7	3,9	3,6	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-3,5	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,2	0,2	-0,5				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK AG

Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK) als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
– **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittssperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

6.4 Die **Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**

6.5 Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

- 6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich **Informationsquellen**, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche **Informationsquellen** für Research-Publikationen sind: **Informations- und Datendienste** (z. B. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene **Rating-Agenturen**, **Fachpublikationen der Branchen**, die **Wirtschaftspresse**, die **zuständigen Aufsichtsbehörden**, **Informationen der Emittenten** (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie **eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen**, **Untersuchungen und Auswertungen**.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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