



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

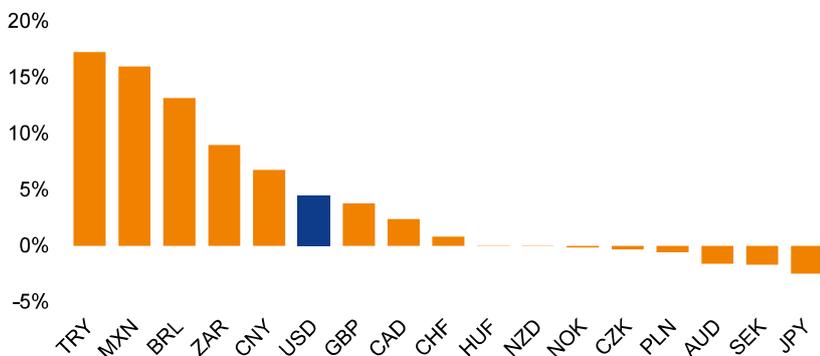
Zwischenbilanz

Die erste Hälfte von 2025 ist fast vorbei, **Zeit eine Zwischenbilanz zu ziehen**. Eines der zentralen Themen für unseren Währungsausblick 2025 war die Erwartung, dass die neue Trump-Administration neue Zölle einführt – und der Dollar davon sowie von einem stärkeren US-Wachstum profitiert. Gleichzeitig sind wir davon ausgegangen, dass Währungen von Ländern, deren Handel mit den USA stark ausgeprägt ist, durch höhere Zollsätze stärker in Mitleidenschaft gezogen werden. Während die Zölle tatsächlich kamen, blieb die Dollar-Aufwertung aus. EUR-USD notiert aktuell im Bereich um 1,15 USD, Anfang des Jahres lag der Kurs noch bei 1,02 USD. **Was sind die Gründe für die Dollar-Schwäche? Und wie haben sich die restlichen Währungen unserer Coverage im ersten Halbjahr entwickelt?** Diesen Fragen widmen wir uns diesem Monthly in einem speziellen Editorial ab Seite 2.

Dass spannende Zeiten hinter uns liegen, steht außer Frage – doch auch das kommende Halbjahr dürfte alles andere als langweilig werden. **Die wichtigste Neuerung bei unseren Prognosen ist in diesem Monat ein deutlich skeptischerer Ausblick auf den US-Dollar**. Wir glauben zwar nicht, dass die Vertrauenskrise in einer breiten Kapitalflucht mündet, rechnen aber mit einer Fortsetzung der USD-Schwäche. Die Revision von EUR-USD auf 1,20 USD (+12M) ist nur eine Nuance der zu erwartenden Entwicklungen. Auch unser brandneues Video ["EUR-USD: Auf zu neuen Höhen"](#) widmet sich diesem Thema.

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

Perspektiven des Euro: Insgesamt von Stärke geprägt ... wenn Kursverlust, dann nur moderat
Erwartete Kursentwicklung: EUR vs. Fremdwährung, DZ BANK Prognose +12M



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
20.6.2025 12:07 Uhr

INHALT

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| ZWISCHENBILANZ 2025 | 2 |
| G10 WÄHRUNGEN | 5 |
| EUR-USD: Neues Spiel, neues Glück | 5 |
| Japan: BoJ warnt vor Unsicherheit, ist aber weniger dovish als unterstellt | 7 |
| Großbritannien: Bank of England steht vor einer schwierigen Herausforderung | 8 |
| Schweiz: SNB kehrt zur Nullzinspolitik zurück | 9 |
| Australien & Neuseeland: RBNZ nähert sich Ende des Zinssenkungszyklus | 10 |
| Kanada: Vorerst keine Klarheit über die Handelsbeziehungen | 12 |
| Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden wohl beendet – in Norwegen gerade begonnen | 14 |
| Wachstum bricht ein | 15 |
| SCHWELLENLÄNDER | 16 |
| Osteuropa: Geldpolitik in den CE3-Staaten weiterhin FX-stützend | 16 |
| Türkei & Südafrika: Leitzinssenkungen voraus | 18 |
| China: Handelspolitischer Waffenstillstand auf dünnem Eis | 20 |
| Brasilien & Mexiko: Fragezeichen hinter Wachstumsaussichten | 21 |
| JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK | 23 |
| PROGNOSEN IM ÜBERBLICK | 26 |
| VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN | 27 |
| VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN | 28 |
| I. IMPRESSUM | 29 |

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

ZWISCHENBILANZ 2025

Die erste Hälfte von 2025 ist fast vorbei, Zeit eine Zwischenbilanz zu ziehen. Eines der zentralen Themen für unseren Währungsausblick 2025 war die **Erwartung, dass die neue Trump-Administration neue Zölle einführt – und der Dollar davon sowie von einem stärkeren US-Wachstum profitiert**. Gleichzeitig sind wir davon ausgegangen, dass Währungen von Ländern, deren Handel mit den USA stark ausgeprägt ist, durch höhere Zollsätze stärker in Mitleidenschaft gezogen werden. Während die Zölle tatsächlich kamen, blieb die Dollar-Aufwertung aus. EUR-USD notiert aktuell im Bereich um 1,15 USD, Anfang des Jahres lag der Kurs noch bei 1,02 USD. Was sind die **Gründe für die Dollar-Schwäche? Und wie haben sich die restlichen Währungen unserer Coverage im ersten Halbjahr entwickelt?**

Erratische Handelspolitik Trumps verunsichert Verbraucher...

Wir hatten zunächst angenommen, dass (die Aussichten auf) Steuersenkungen in den USA das dortige Wachstum beflügeln, gleichzeitig der zollbedingte Inflationsanstieg dazu führt, dass die Fed nicht so stark wie bislang ihre Leitzinsen senken kann. Beides sollte *ceteris paribus* den Dollar stärken. Doch Trumps erratische Handelspolitik, insbesondere seine **ständigen Zolldrohungen und Wiederrücknahmen**, sorgte bislang vor allem für eins: **Verunsicherung unter US-Verbrauchern**, was die Konsumlaune massiv getrübt hat. Ab Anfang März war deshalb immer wieder die **Rede von einer „Trumpcession“**. Zu dieser Zeit sorgte der **„what ever it takes“-Moment von Friedrich Merz**, bei dem der inzwischen neue Bundeskanzler ein massives Schuldenpaket für Infrastruktur und Verteidigung ankündigte, für neue **Wachstumshoffnungen in Deutschland und der Eurozone – der Euro konnte aus eigener Kraft zulegen**.

...und Finanzmärkte

Der Höhepunkt der erratischen Zollpolitik folgte Anfang April, am von Trump oftmals proklamierten „Liberation Day“: Die sogenannten reziproken Zölle waren insgesamt höher als erwartet, insbesondere China konterte mit Gegenzöllen und binnen weniger Tage eskalierte ein Handelsstreit, der den US-Zollsatz gegenüber China auf zwischenzeitlich 245% katapultierte. In der Folge kam es zu massiven **Kurseinbrüchen an den globalen Aktienmärkten, die Risk-Off-Stimmung führte am Devisenmarkt zur Flucht in die sicheren Häfen Schweizer Franken und Japanischer Yen – nicht aber in den Greenback**. Als es in den darauffolgenden Tagen dann auch noch zu steigenden Renditen von US-Staatsanleihen kam, waren die Anzeichen für eine Kapitalflucht aus den USA, sprich der gleichzeitige Selloff von US-Aktien, US-Anleihen und dem US-Dollar, nicht mehr zu ignorieren.

Risikofaktoren: Infragestellen der Unabhängigkeit der Fed und der US-Schuldentragfähigkeit

Neben dem Zick-Zack-Kurs der US-Zollpolitik rückten in den letzten Wochen dann noch weitere Themen in den Fokus, die wir in unserem Währungsausblick 2025 bereits als **mögliche Stolpersteine identifiziert** hatten: Zum einen **griff Präsident Trump bereits mehrmals Fed-Chef Powell verbal an**. Trumps Kreativität äußerte sich dabei nicht nur in neuen Spitznamen für den Fed-Präsidenten, denn *„Mr. too late“* solle gefälligst die Leitzinsen senken, schließlich gäbe es laut Trump in den USA keine Inflation mehr (was natürlich nicht stimmt, die US-Teuerungsrate befindet sich nach wie vor über dem 2%-Ziel der Fed). Zudem drohte er ihm immer wieder mit Entlassung. Rein rechtlich ist dies aber nur aufgrund groben Fehlverhaltens (Korruption oder Amtsmissbrauch) möglich und somit extrem unwahrscheinlich. Und dann haben die **USA im Mai auch noch ihr letztes verbliebenes Spitzenrating durch das Downgrade der Ratingagentur Moody's verloren**. Dies war angesichts

US-Zölle kamen, USD-Aufwertung blieb aus

Trumps erratische Zollpolitik verunsichert Verbraucher und führte zu Jahresbeginn zur Eintrübung der US-Konsumtätigkeit

EUR profitiert von Ankündigung des massiven deutschen Fiskalpakets

„Liberation Day“ sorgt für Sell Off an den Aktienmärkten – und zur Flucht in sichere Häfen (CHF, JPY), nicht aber in den USD

Trump fordert Unabhängigkeit der Fed heraus

Verlust des letzten verbliebenen Spitzenratings als Signal für Verlust der US-Schuldentragfähigkeit?

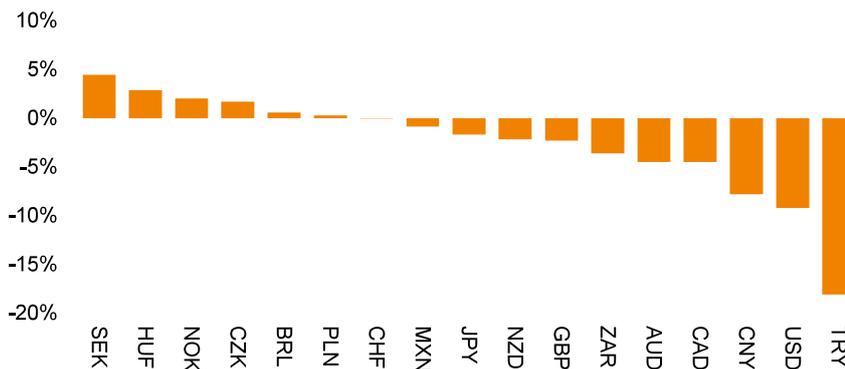
der anhaltend hohen Haushaltsdefizite und der stetig wachsenden US-Staatsverschuldung zwar nur eine Frage der Zeit, der Zeitpunkt ist aber denkbar ungünstig, schließlich hat der US-Währungsraum ohnehin schon mit der größten Vertrauenskrise seiner Zeit zu kämpfen. Auch wenn sich die unmittelbaren Kursverluste des Dollars in Folge des Downgrades in Grenzen hielten, hat das Image des Dollars damit unbestreitbar einen weiteren Kratzer abbekommen.

Safe-Haven-Dollar-Status in Gefahr = globaler Euro-Moment?

Nicht nur die Hoffnung auf eine in den nächsten Jahren deutlich expansivere deutsche Fiskalpolitik beflügelte im ersten Halbjahr den Euro, auch die **Verwerfungen auf den globalen Finanzmärkten im April sorgten für eine überraschende (relative) Stärke des Euros**. EZB-Präsidentin Lagarde sprach sogar von einer „hervorragenden Gelegenheit für Europa“ und dass die „laufenden Veränderungen die Voraussetzungen für einen globalen Euro-Moment schaffen“. Um die **internationale Rolle des Euros** zu stärken, ist allerdings ein großer europäischer Anleihemarkt erforderlich, um die Nachfrage nach Euro-denominierten Vermögenswerten zu absorbieren.

Der Euroraum könnte eine Alternative zum angekratzten US-Währungsraum darstellen

Lediglich die türkische Lira hat stärker abgewertet als der US-Dollar
Wechselkursänderung ggü. EUR seit Jahresbeginn, in %



Quelle: Bloomberg

Wie haben andere Währungen unserer Coverage performt?

Während der US-Dollar aktuell offenbar nicht von seinem traditionellen Status als Sicherer Hafen profitieren kann, gelingt dies dem Schweizer Franken nach wie vor. Die aggressiven Zinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) angesichts schwacher und mittlerweile im deflationären Bereich liegender Preisdaten sollten zwar für sich genommen auf der Alpenwährung lasten. Doch die durch die Trump'sche Zollpolitik verursachte Unsicherheit hält die **Safe-Haven-Nachfrage nach dem Franken auf hohem Niveau**. Auch die **CE3-Währungen konnten sich in der ersten Jahreshälfte solide präsentieren**. Der ungarische Forint und die tschechische Krone konnten von höheren EUR-USD-Notierungen profitieren, aber auch die nach wie vor relativ restriktive Geldpolitik, besonders in Budapest, wirkt stützend auf die Valuten. **Noch stärker performt als der Schweizer Franken haben im G10-Währungsuniversum die schwedische und norwegische Krone**: Während erstere vor allem von einer Verbesserung des Risikosentiments im Februar und der Erwartung höherer Verteidigungsausgaben in Europa (Schweden hat eine relativ große Rüstungsindustrie) profitieren konnte, wird die norwegische Krone nach wie vor durch die ebenfalls restriktive Geldpolitik der Norges Bank gestützt – die Zentralbank hat als einzige innerhalb der G10 noch nicht mit ihrem Zinssenkungszyklus begonnen.

CHF profitiert als sicherer Hafen, CE3-Währungen vom angeschlagenen USD...

...NOK von der restriktiven Geldpolitik der Norges Bank

Ausblick

Einen signifikanten Wachstumsschub für die Eurozone (und somit für den Euro), auch vor dem Hintergrund der Neuausrichtung der europäischen Verteidigungspolitik nach dem Eklat im Weißen Haus zwischen Trump und Selenskyj, erwarten wir auf kurze Sicht nicht. Schließlich sind sowohl Investitionen in Verteidigung als auch in Infrastruktur langfristiger Natur. Daneben besteht zwischen den USA und der EU noch kein Handelsabkommen, Trump könnte wiederholt Zolldrohungen als Verhandlungsmasse einsetzen, die für Verunsicherung sorgen und schließlich die EWU-Konjunktur belasten. Aufgrund der **Unsicherheit hinsichtlich der Zölle rechnen wir bei EUR-USD auf kurze Sicht daher zunächst mit Notierungen um das aktuelle Niveau (1,15 USD) mit erhöhter Volatilität.** Darüber hinaus gehen wir von einer USD-Abwertung aus, schließlich hat Trumps erratische Zollpolitik dem Ansehen des Dollars wohl nachhaltig geschadet. Auch das zunehmende Bestreben von Investoren, ihr **Dollar-Exposure zu reduzieren** und nach Alternativen zu suchen, dürfte vor dem Hintergrund der politischen Unsicherheit in den USA weiter anhalten. Auf Sicht von zwölf Monaten dürfte die konjunkturelle Dynamik in der Eurozone dann zunehmen, der US-Wachstumsvorsprung abnehmen – wir trauen dem Euro daher durchaus zu, **im kommenden Jahr die Marke von 1,20 USD zu knacken.**

Was die restlichen Währungen innerhalb unserer Coverage betrifft, so ist hervorzuheben, dass der **japanische Yen von der graduellen Normalisierung der Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) gestützt** werden dürfte. Der **australische und der neuseeländische Dollar** wiederum dürften jeweils von einer **starken konjunkturellen Erholung** profitieren. Aber auch **den CE3-Währungen sollte ein schwacher US-Dollar Schützenhilfe** bieten, zumal sich die von uns erwartete Wachstumsbelebung in der Eurozone vor dem Hintergrund der engen Handelsbeziehungen auch in den osteuropäischen Ländern bemerkbar machen dürfte. **Schwächeln dürfte vor allem die türkische Lira**, so mehrten sich die Anzeichen, dass die dortige Zentralbank (TCMB) trotz einer nach wie vor schwindelerregenden Inflationsrate von 35% (J/J) demnächst ihren Zinssenkungszyklus einleitet. Und schließlich sind die **Aussichten für den mexikanischen Peso trüb**: Die US-Zölle schlagen nun stärker auf die Wirtschaft durch und sämtliche Frühindikatoren deuten nicht auf eine kurzfristige konjunkturelle Wende hin. Die Banco de México dürfte mit einer Fortsetzung ihres Lockerungskurses reagieren, was dem Peso aller Voraussicht nach zusetzen sollte.

Bestreben von Investoren ihr USD-Exposure zu reduzieren sowie Wachstumsschub in der Eurozone sprechen für 1,20 USD auf 12M-Sicht

JPY dürfte von Normalisierung der BoJ-Geldpolitik profitieren, AUD und NZD von jeweils starker konjunktureller Erholung...

Verlierer dürfte einmal mehr die TRY sein, aber auch beim MXN rechnen wir mit Kursverlusten

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

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Neues Spiel, neues Glück

Der Dollar hat in der ersten Jahreshälfte 2025 deutlich an Wert verloren: satte 10% ist der Index seit Anfang Januar gefallen und das nicht nur aufgrund der deutlichen Abwertung gegenüber dem Euro (der bekanntermaßen einen dominanten Einfluss auf die Bewegungen des Index hat). Tatsächlich ist der Dollar im G10-Vergleich der klare Verlierer und konnte sich gegen keine andere Währung durchsetzen. Zeit für eine Neubewertung der Prognose.

Der Dollar verlor in der ersten Jahreshälfte deutlich an Wert

EUR-USD: Eine Aufwertung in Phasen

Die Abwertung des Dollars (bzw. die Aufwertung von EUR-USD, auf die wir uns hier fokussieren wollen) lässt sich in mehrere Phasen unterteilen.

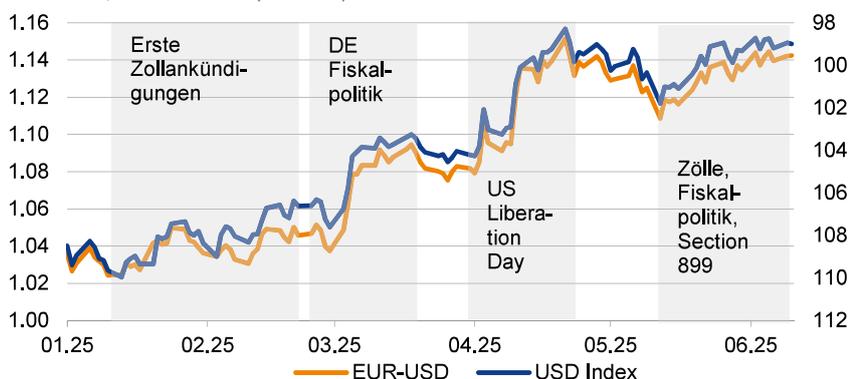
Die USD-Schwäche kam in Phasen

» **Januar/Februar:** Die direkte und in Teilen nicht anders als brachial zu bezeichnende Umsetzung der Zollandrohungen sorgt direkt nach Amtsantritt für Verunsicherung. Das gleichzeitige Ausbleiben zusätzlicher Steuererleichterungen und eine harte Einwanderungspolitik tun ihr Übriges und sorgen für eine **erste Phase der Dollar-Schwäche**. Vermehrt ist ab Februar von einer möglichen „Trumpcession“ zu lesen.

Januar/Februar: Zölle!!!!

US-Dollar leidet unter Trump

LS: EUR-USD; RS: USD-Index (invertiert)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

» **März:** Die vollkommen unerwartete **fiskalpolitische Kehrtwende in Deutschland verhilft dem Euro zu lange nicht gesehener Stärke**. Hoffnungen auf einen längerfristig deutlich aufgehellten wirtschaftlichen Ausblick für Deutschland (aber auch die Eurozone insgesamt) beflügeln die Gemeinschaftswährung.

März: Der Merz-Moment

» **April:** Gleich Anfang April versetzt der „Liberation Day“ **dem Dollar einen erneuten Schlag**. Die Unberechenbarkeit der Trump'schen Politik, verbunden mit der (erneuten) Erkenntnis, dass rationales Denken keine akkuraten Prognosen für das Agieren des Weißen Hauses ermöglicht, belasten den Dollar in dieser Phase deutlich.

April: Liberation Day

» **Mai/Juni:** Die Aussetzung vieler angekündigter Zölle verschafft dem Dollar zwar kurzfristig Erleichterung, doch der Schaden ist bereits angerichtet. Es wird

Mai: Der China-Deal

zunehmend deutlich, **dass das Vertrauen in den Dollar sichtbare Kratzer abbekommen hat.**

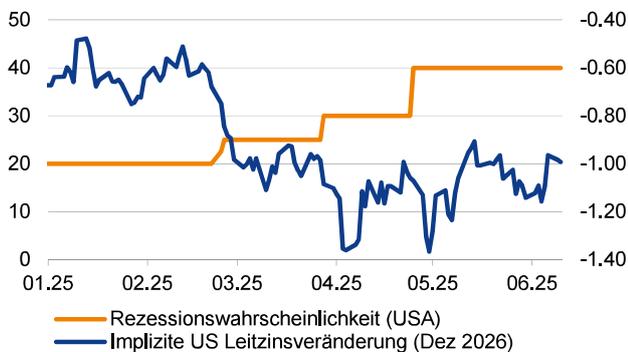
Trump kratzt am Image des Dollars

Seit ein paar Wochen sorgt nun zusätzlich die „One Big Beautiful Tax Bill“ für Verunsicherung. Zum einen aufgrund der geplanten **Neuerschuldung und der damit verbundenen Anhebung der Schuldenobergrenze**. Zum anderen aufgrund der **Section 899**, die vorsieht, dass ausländische Investoren und Unternehmen in Zukunft deutlich höhere Steuern in den USA zahlen sollen. Zwar sollen aktuelle Ausnahmen (z.B. bei der Quellensteuer) auch weiterhin gelten, dennoch sendet **Section 899** eine klare Botschaft in Richtung Ausland.

Die fiskalpolitischen Pläne der US-Regierung stellen ein zusätzliches Problem für den Dollar dar

Der Ausblick für die USA hat sich eingetrübt, gleichzeitig wachsen Inflationssorgen

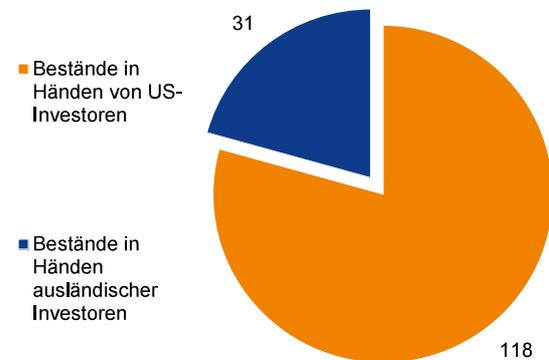
LS: Rezessionswahrscheinlichkeit (in %); RS: Implizite Leitzinsveränderung (in Prozentpunkten)



Quelle: Bloomberg

Ausländische Investoren spielen eine wichtige Rolle am US-Kapitalmarkt

Bestände von US-Wertpapieren in Bio. USD



Quelle: Bloomberg, Fed, US-Treasury

Die erratische Zollpolitik, eine fragwürdige Fiskalpolitik, das neue Steuerpaket und auch die weiterhin sehr öffentliche Kritik an der Fed – all dies kratzt am Image des Dollars. Seit mehreren Monaten gewinnt die Diskussion über eine mögliche De-Dollarisierung an Dynamik – und zum ersten Mal seit Langem halten wir diese Diskussion tatsächlich für gerechtfertigt. Zwar bleiben wir dabei, dass **eine schnelle, breit angelegte Abkehr vom Dollar nicht möglich ist**, zu tief gehen die gegenseitigen Abhängigkeiten, die über Dekaden entstanden sind und zu limitiert sind die Alternativen. Dennoch muss man nun davon ausgehen, dass Investoren versuchen werden, **aktivere Diversifikationsstrategien zu verfolgen**. Umso größer der Schaden ist, den Trump anrichtet, desto aggressiver werden diese Strategien umgesetzt werden. Damit haben sich die Aussichten für den Dollar nun deutlich

Das Vertrauen in den Dollar ist angekratzt - und wir erwarten nicht, dass sich dieser Schaden reparieren lässt

Eurozone: Eine offensichtliche Alternative

Auf der Suche nach Alternativen zum Dollar werden Investoren unweigerlich (auch) in der Eurozone landen. Die **Nachfrage nach Euro(-Assets) dürfte steigen, zumal sich die wirtschaftlichen Perspektiven mit Blick auf die kommenden Jahre, dank der Fiskalpakete, aufgehellt haben**. In diesem ohnehin schon etwas freundlicheren Euro-Umfeld dürfte dann auch die Tatsache Beachtung finden, dass die EZB ihren Leitzinssenkungszyklus spätestens nach der Sommerpause beenden dürfte, während die Fed noch nicht am Ende der Fahnenstange angekommen ist. Zwei weitere Senkungen stehen bis Ende 2025 im Raum und es ist gut möglich, dass ein dann neuer Fed-Chef ab Mitte 2026 nochmals nachlegt.

Der Euro sollte auch von dem sich aufhellenden konjunkturellen Ausblick profitieren können

Neue Prognose: Ein stärkerer Euro

Angesichts dieser Faktoren gehen wir nun davon aus, dass EUR-USD sich über den Verlauf der kommenden 12 Monate in Richtung der Marke von 1,20 USD bewegen wird. Es ist fraglos damit zu rechnen, dass auch der weitere Verlauf volatil bleibt. Gewisse Gewöhnungseffekte mögen zuletzt eingesetzt haben, doch Trumps Unberechenbarkeit wird verhindern, dass eine nachhaltige Beruhigung der Lage eintritt.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

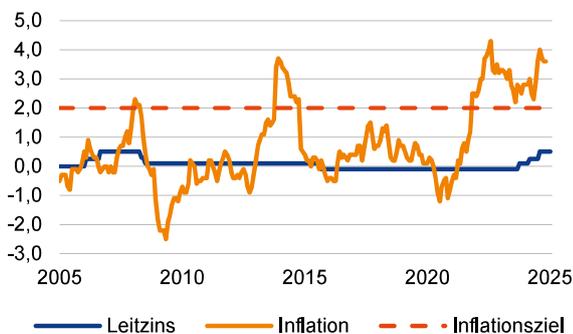
Wir erwarten auf Sicht von 12 Monaten eine EUR-USD Aufwertung bis 1,20 USD

Japan: BoJ warnt vor Unsicherheit, ist aber weniger dovish als unterstellt

Die Handelsgespräche zwischen Japan und den USA sind derzeit festgefahren, und auch der erhoffte Fortschritt am Rande des G7-Gipfels blieb aus. Eigentlich wollten sich die beiden Regierungschefs Ishiba und Trump in Kanada persönlich treffen, um ihre bilateralen Beziehungen zu intensivieren. Da der US-Präsident vorzeitig aus Alberta abgereist ist, blieb die handelspolitische Einigung mit Japan aber auf der Strecke. Chefunterhändler Akazawa hatte zwar bei der fünften Verhandlungsrunde Anfang des Monats von Fortschritten gesprochen, aber auch klar gemacht, dass es noch immer keine Übereinstimmung gebe. **Die inhaltlichen Differenzen sollten sich u.E. zeitnah beilegen lassen, da sie nicht grundsätzlicher Natur sind** wie etwa bei China. Bis dahin bleibt die US-Zollpolitik ein zentraler Belastungsfaktor für Japans Volkswirtschaft.

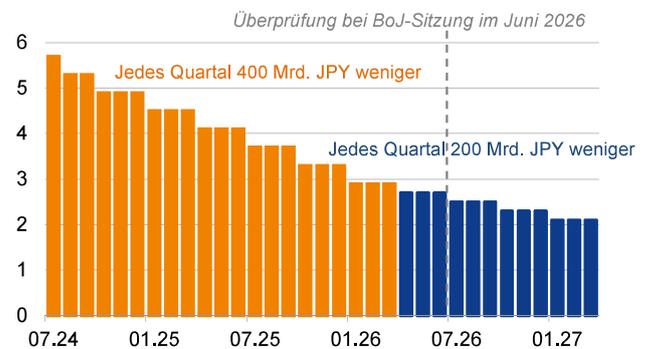
Handelsgespräche sind ins Stocken geraten

Notenbank noch immer zu expansiv aufgestellt
Inflation (Gesamtrate, J/J) und BoJ-Leitzins, in %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Überarbeiteter Exit-Plan greift erst ab April 2026
Monatliche JGB-Käufe (Quartalsdurchschnitt), in Bio. JPY



Quelle: Bank of Japan, DZ BANK

Die konjunkturelle Unsicherheit beschäftigt auch die Bank von Japan (BoJ), die Anfang dieser Woche deutlich vor diversen Risiken gewarnt hat (*"There are various risks to the outlook. In particular, it is extremely uncertain how trade and other policies in each jurisdiction will evolve and how overseas economic activity and prices will react to them."*) Neu ist diese Warnung keinesfalls, sie findet sich so bereits in dem BoJ-Ausblick vom 30. April und ist **kein Ausdruck eines dovishen Sinneswandels**. Während das Stillhalten bei den Leitzinsen am 17. Juni keine Überraschung war, gehen die Meinungen über das Update zum Exit-Plan (Verlangsamung der Anleihekäufe) auseinander. **Die BoJ hat angekündigt, ihr Tapering-Tempo halbieren zu wollen, was auf den ersten Blick nach einem geldpolitischen Zurückrudern und einem stark dovishen Signal klingt**. Genau genommen erfolgt die Verlangsamung des Ausstiegstempos aber erst, nachdem die erste (im Juli 2024 geplante) Phase abgeschlossen ist, d.h. im März 2026. **Bis März**

BoJ drosselt Tapering-Tempo

2026 soll die aktuelle Drosselung um 400 Mrd. JPY pro Quartal beibehalten werden, erst dann folgt die Reduzierung auf 200 Mrd. JPY pro Quartal. Die marktseitige Interpretation, dass die BoJ auf die jüngsten Turbulenzen am JGB-Markt reagiert habe und daher ab jetzt vorsichtiger agieren würde, erscheint uns daher irreführend. Insbesondere sehen wir Hinweise, dass der Leitzinserhöhungskurs vorsichtig, aber stetig fortgesetzt wird. BoJ-Chef Ueda legte viel Wert darauf, dass die Geldpolitik flexibel sei und weitere Zinserhöhungen aufgrund des Inflationsausblicks möglich seien. **Bei der nächsten BoJ-Sitzung am 31. Juli stehen neue Projektionen zu Inflation und Wachstum an, die richtungsweisend für den weiteren Leitzinsverlauf sein dürften.**

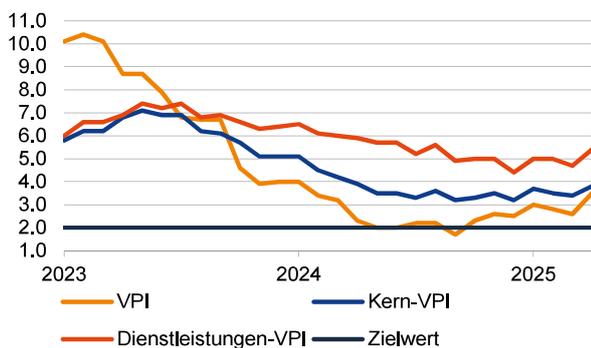
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Großbritannien: Bank of England steht vor einer schwierigen Herausforderung

Auf ihrer Sitzung im Juni beließ die Bank of England (BoE) den Leitzins unverändert bei 4,25%, obwohl es wie so oft ein geteiltes Votum gab, nachdem die sehr dovish eingestellte Dhingra eine weitere Senkung um 25 Basispunkte befürwortet hatte. Die Bank befindet sich in einer recht schwierigen Lage. **Die Inflation ist über die 3%-Marke gestiegen und wird voraussichtlich bis Anfang 2026 auf diesem Niveau verharren.** Damit liegt sie moderat über dem Ziel der BoE von 2%. Die Geldpolitik ist derzeit leicht restriktiv und es gäbe gute Argumente dafür, sie noch einige Monate, wenn nicht sogar bis in den Winter hinein, so zu belassen. Allerdings ist die Konjunktur momentan nicht besonders robust. Die monatlichen BIP-Daten für April zeigten einen Rückgang von 0,3% (M/M), nachdem im Vormonat noch ein bescheidenes Wachstum von 0,2% verzeichnet wurde. **Auch die Einkaufsmanagerindizes sind eher pessimistisch** und deuten auf eine schwache Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte hin.

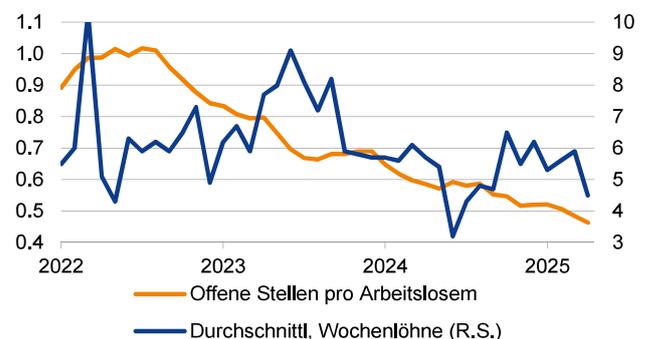
Leitzinsen im Juni unverändert, aber aufgrund der Konjunkturschwäche gab es eine Gegenstimme für eine Senkung

Die Inflation ist für die BoE derzeit hoch. Trotz der schleppenden Konjunktur bleibt daher wenig Spielraum für Zinssenkungen.
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Das Tempo der Lohnerhöhungen verlangsamt sich, und es wird schwieriger, einen Arbeitsplatz zu finden: der Arbeitsmarkt schwächelt
Lohnsteigerungen in % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die BoE steht vor der Herausforderung, einen Balanceakt zu vollführen: Einerseits muss sie die Inflation eindämmen, andererseits darf sie die Wirtschaftstätigkeit durch ihre geldpolitischen Maßnahmen nicht ausbremsen. Daher dürfte sie die relevanten Konjunkturdaten, die Aufschluss über den Zustand und die künftigen Aussichten der Wirtschaft geben, weiterhin sehr genau beobachten. Leider ist die Qualität der Statistiken, die für die Entscheidungsfindung herangezogen werden, aufgrund einer

Die Geldpolitik muss einen schmalen Pfad beschreiten

Unzureichende Wirtschaftsdaten erschweren die Arbeit

Reihe von Problemen beim Office for National Statistics (ONS) nicht mehr so hoch wie gewohnt. Zwar hat die BoE einige andere Quellen als Ersatz für die inzwischen weniger genauen ONS-Daten erschlossen, doch fehlen ihr bis zu einem gewissen Grad die Informationen für eine optimale Politikgestaltung.

Zwar gibt es inzwischen ein Freihandelsrahmenabkommen (FTA) mit den USA, doch einige Details für die britische Wirtschaft sind noch ungeklärt. Diese Unsicherheit wirkt sich negativ auf die Konjunktur aus. Zudem erschwert sie die Gestaltung der Geldpolitik. Angesichts der Zeitspanne zwischen einer geldpolitischen Entscheidung und deren Auswirkungen auf die Wirtschaft besteht trotz der derzeit relativ hohen Inflation noch Spielraum für Zinssenkungen durch die BoE in der zweiten Jahreshälfte 2025. Allerdings dürfte das Tempo langsam sein und die Zinsschritte jeweils auf 25 Basispunkte begrenzt werden. **Die DZ BANK rechnet mit je einer Senkung in den letzten beiden Quartalen des Jahres.**

Für das britische Pfund ist die Bedeutung der Zinsdifferenzen zum Euro oder US-Dollar als Unterstützungsfaktor nicht mehr so groß wie früher. Vielmehr sind es die Unzuverlässigkeit und das schwindende Vertrauen in die US-Politik und den Dollar sowie die geopolitischen Risiken, die sich zuletzt positiv auf das Verhältnis von GBP zu USD ausgewirkt haben. Da kurzfristig keine nennenswerten Änderungen zu erwarten sind, **dürfte das Pfund gegenüber dem US-Dollar bis zum Herbst stabil bleiben.** Beim Währungspaar EUR-GBP sind die Dinge etwas differenzierter. Sowohl die EZB als auch die BoE scheinen sich dem Ende ihres Zinssenkungszyklus zu nähern. U.a. die Erwartung, dass sich die deutsche Wirtschaft erholt und die gesamte Eurozone mitzieht, könnte jedoch dafür sorgen, **dass der Euro beim Währungspaar EUR-GBP die Oberhand behält.**

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

Schweiz: SNB kehrt zur Nullzinspolitik zurück

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat gestern erneut ihren Leitzins gesenkt. Mit diesem allgemein erwarteten Schritt um 25 Bp **liegt das Zinsniveau nur noch bei 0,00% und damit so niedrig wie zuletzt im Sommer 2022.** Die SNB hat betont, dass auch eine **Rückkehr zu Negativzinsen nicht auszuschließen** sei, auch wenn man diese Entscheidung nicht leichtfertig treffen werde. Die Geldmärkte preisen einen solchen Schritt zur September-Sitzung etwa zur Hälfte ein, die Wahrscheinlichkeit steigt für die späteren Sitzungstermine nicht weiter an. Auch wir teilen die Einschätzung, dass der **Schritt zurück zu „NIRP“ (Negative Interest Rate Policy) entweder im September oder gar nicht** erfolgen wird. Zweifellos werden die Weichen hierfür erst noch durch die weiteren Entwicklungen im Nahen Osten und bei der US-Handelspolitik gestellt; zum heutigen Zeitpunkt würden wir ein Innehalten auf dem aktuellen Zinsniveau favorisieren.

Sollte die globale Risikoaversion zu einem unerwünschten Nachfrageschub nach dem Safe-Haven-Franken führen, wäre die SNB gut damit beraten, durch **Interventionen am Devisenmarkt** gegenzusteuern und nicht über ihre Zinspolitik zu regulieren. **Negative Leitzinsen würden eine risikobedingte Franken-Nachfrage kaum bremsen, gleichzeitig hätte diese Politik unerwünschte Nebenwirkungen im Inland auf Sparer, Versicherungen, Banken und den Immobilienmarkt.** Die Hürde zur Rückkehr von NIRP hängt daher höher als bei einer „normalen“ Senkung um 25 Bp. Auch wenn die jüngsten Inflationsdaten Deflationssorgen wecken (CPI im

Auch das Freihandelsabkommen mit den USA ist für die Wirtschaft nur bedingt hilfreich.

Begrenzter Spielraum für Zinssenkungen in H2 2025

Gemischte Aussichten für das Pfund

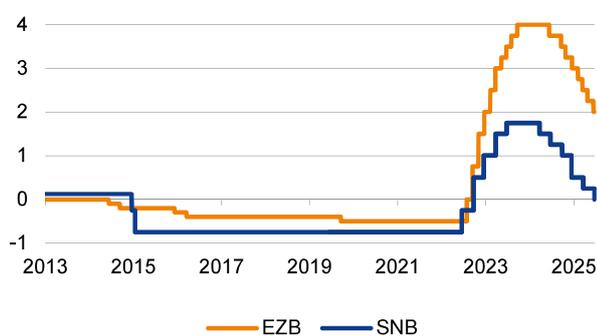
Option negativer Zinsen bleibt als Drohkulisse

SNB-Projektionen im Bereich der Preisstabilität

Mai; -0,1%, J/J), versucht die SNB zu besänftigen: Sie rechnet schon in Kürze mit wieder stärkerem Preisdruck. **Ihre bedingte Inflationsprognose befindet sich über den gesamten Prognosezeitraum im Bereich der Preisstabilität.** Sie liegt im Jahresdurchschnitt bei 0,2% (2025), 0,5% (2026) und 0,7% (2027). Mit diesen Zahlen und ihrer Wortwahl sendet die SNB ein Signal an ihre Beobachter, dass sie mit Blick auf die Preisentwicklung nach der gestrigen Senkung keinen erhöhten Handlungsbedarf mehr sieht.

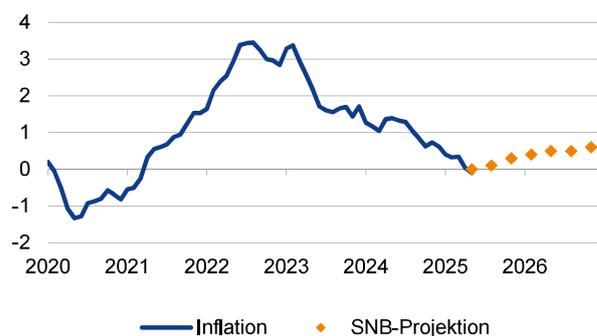
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 69 7447 7977

Zurück zur Nullzinspolitik
Leitzinsen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

SNB unterstellt baldige Wende bei Inflation
Konsumentenpreise (J/J), in % und bedingte Erwartungen der SNB



Quelle: SNB, Bloomberg, DZ BANK

Australien & Neuseeland: RBNZ nähert sich Ende des Zinssenkungszyklus

Australiens Wirtschaft konnte den Schwung aus dem Schlussquartal 2024 nicht ins neue Jahr mitnehmen und ist zu Jahresbeginn nur um 0,2% (Q/Q) bzw. 1,3% (J/J) gewachsen. Damit fiel das **Wirtschaftswachstum** zwar **schwächer** aus als vom Konsens **erwartet** (+0,4% Q/Q bzw. +1,5% J/J), allerdings ist dies wohl zum Teil den **schweren Unwettern** geschuldet gewesen, die für eine **Verzögerung bei den Rohstoffexporten** sorgten. Während **folglich der Außenhandel das Wachstum negativ beeinflusste**, **stützte sich das BIP-Wachstum vor allem auf den privaten Konsum**. Die **Aussichten für die Konsumtätigkeit**, die mit 50% den größten Anteil am BIP ausmacht und daher für die Erholung der australischen Konjunktur – und letztlich auch für den australischen Dollar – von essenzieller Bedeutung ist, sind **mit Abwärtsrisiken behaftet**: So sind die Einzelhandelsumsätze im April unerwartet gesunken und auch der Indikator für die Haushaltsausgaben fiel zu Beginn des zweiten Quartals schwächer aus als marktseitig erwartet. Vor dem Hintergrund der globalen wirtschaftlichen Unsicherheit aufgrund der US-Zollpolitik, die unseres Erachtens auf kurze Sicht weiter anhalten dürfte, scheinen sich die Verbraucher beim Konsum nach wie vor zurückzuhalten. Auch die Geschäftsbedingungen der Unternehmen sind weiterhin schlecht – der entsprechende Indikator fiel im Mai auf den niedrigsten Stand seit der Corona-Pandemie.

Auf den ersten Blick sprechen die schwachen BIP-Zahlen und die jüngsten (Früh-) Indikatoren für eine weitere Zinssenkung der australischen Notenbank (RBA). Wir **rechnen jedoch nicht mit einer Lockerung der Geldpolitik bereits bei der kommenden Zinsentscheidung im Juli**, schließlich hat der **Preisdruck in Australien zuletzt wieder zugenommen**: Das von der RBA beobachtete Inflationsmaß, die Trimmed-Mean Inflation, stieg im April auf 2,8% von zuvor 2,7% (je J/J) und könnte

Australische BIP-Zahlen enttäuschen zu Jahresbeginn

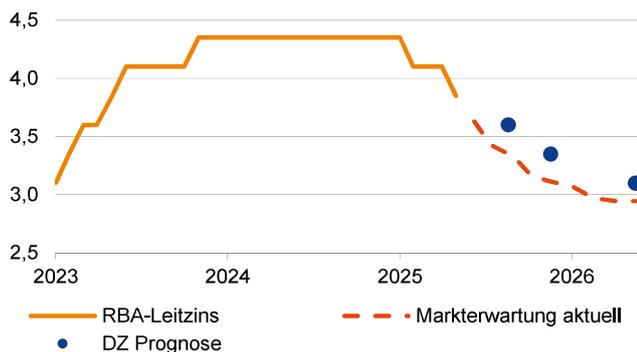
Privater Konsum weiter mit Abwärtsrisiken behaftet

Anzeichen eines (wieder) zunehmenden Preisdrucks sprechen für vorsichtige RBA-Zinssenkungen

damit die Prognose der RBA von 2,6% (J/J) für das zweite Quartal übertreffen. Auch die **einjährigen Inflationserwartungen der Verbraucher sind zuletzt auf den höchsten Stand seit zwei Jahren gestiegen**. Wir gehen daher davon aus, dass die nächste Zinssenkung durch die RBA erst im August folgt. Bis dahin sind sämtliche Moratorien hinsichtlich der US-Zollpolitik ausgelaufen und es sollte (hoffentlich) etwas mehr Klarheit über die weitere US-Handelspolitik bestehen.

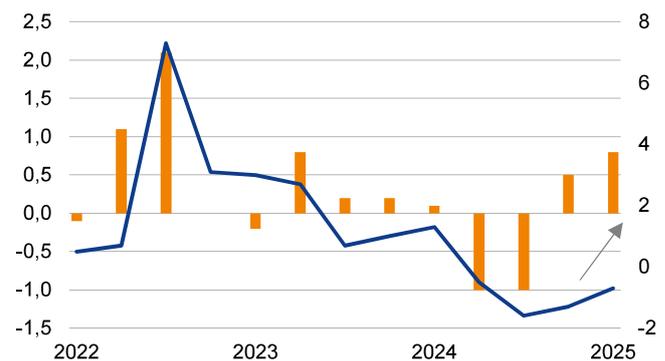
AU: Unsere Leitzinsprognose für die RBA ist etwas vorsichtiger als die des (Geld-) Marktes

Leitzins und Markterwartung abgeleitet aus Cash Rate Futures; je in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Wachstum setzte sich zu Jahresbeginn fort, blieb angesichts des starken Abschwungs im letzten Jahr aber unter Vorjahresniveau
Bruttoinlandsprodukt in %, Q/Q (L.S.), J/J (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der australischen Dollar hat seit der letzten Publikation (23. Mai) gegenüber dem Euro leichte Kursverluste verzeichnet, während der seit Mitte April zu beobachtende Aufwärtstrend gegenüber dem US-Dollar weiterhin intakt ist. Das **„Golden Cross“ bei AUD-USD wurde zuletzt aufgelöst**, sprich der kurzfristige gleitende Durchschnitt (50 Tage) hat den langfristigen Durchschnitt von unten nach oben gekreuzt, was ein Signal für einen längerfristigen Aufwärtstrend darstellt. Auch aus fundamentaler Sicht dürfte AUD-USD weiter aufwärts tendieren: Trotz der jüngsten Schwächeanzeigen beim Konsum rechnen wir vor dem Hintergrund der bevorstehenden RBA-Zinssenkungen und steigender Realeinkommen angesichts eines immer noch robusten Arbeitsmarktes mit einem BIP-Wachstum von 1,8% (J/J) in 2025. Der **„Aussie“ sollte von dem Wachstumsvorsprung gegenüber den USA (+1,4%) profitieren und in Richtung 0,69 USD tendieren**. Zudem dürfte der australische Dollar von einem unveränderten Leitzins bei der kommenden **Zinsentscheidung im Juli** profitieren. Die Geldmarktsätze preisen eine Lockerung zu 80% ein, weshalb ein (überraschendes) **geldpolitisches Stillhalten AUD-positiv zu werten wäre**.

„Golden Cross“ bei AUD-USD spricht ebenfalls für längerfristigen Aufwärtstrend

Auch NZD-USD tendiert in den letzten Wochen angesichts einer zunehmenden Dollar-Schwäche höher und notiert seit Anfang Juni auf Niveaus von über 0,60 USD, die man zuletzt im Oktober 2024 beobachten konnte. Dennoch dürfte auch der **Kiwi-Dollar als risikosensitive Währung** in den Sommermonaten angesichts der erratischen US-Zollpolitik und der geopolitischen Spannungen (Eskalation im Nahen Osten) weiterhin anfällig für **Rückschläge des globalen Risikositiments** bleiben.

NZD als risikosensitive Währung kurzfristig weiterhin vom globalen Risikositiment beeinflusst

Neuseelands Bruttoinlandsprodukt stieg im ersten Quartal um 0,8% (Q/Q) von nach unten revidierten 0,5% (Q/Q) im Schlussquartal 2024. **Das Wachstum fiel damit etwas stärker aus als vom Konsens erwartet und deutlich stärker als von der RBNZ (+0,4% Q/Q) erwartet**. Wichtiger Treiber war das Verarbeitende Gewerbe, insbesondere die Produktion von Maschinen und Anlagen, was sich folglich

Neuseelands BIP hat zu Jahresbeginn deutlich angezogen

ausgabenseitig sowohl in einem Anstieg der Investitionen als auch der Exporte widerspiegelte. Allerdings deuten die **jüngsten Frühindikatoren darauf hin, dass die konjunkturelle Dynamik im zweiten Quartal nachlassen könnte**: So fiel der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe im Mai überraschend in den kontraktiven Bereich zurück, auch der PMI für den Dienstleistungsbereich rutschte mit 44 Punkten auf den niedrigsten Stand seit Juni 2024.

Frühindikatoren signalisieren jedoch schwächeres zweites Quartal

Was die Geldpolitik betrifft, so senkte die Notenbank bei der jüngsten Sitzung der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) Ende Mai ihren **Leitzins wie marktseitig erwartet um 25 Bp auf nun 3,25%**. Die Zinsentscheidung wurde marktseitig als „hawkish“ interpretiert, nachdem darüber **diskutiert wurde, den Leitzins nicht zu senken** und erstmals seit 2019 über das Zinsniveau abgestimmt wurde: ein Währungshüter stimmte gegen den Lockerungsschritt. RBNZ-Chefvolkswirt sagte außerdem, der Leitzins liege nun nahe seinem neutralen Niveau, bei dem er die Wirtschaftstätigkeit weder bremse noch ankurbele. Zudem wurden die aktualisierten makroökonomischen Projektionen der Stabsmitarbeiter vorgestellt: Die RBNZ ist, was die Konjunkturaussichten betrifft, pessimistischer als im Februar. Die US-Zölle würden voraussichtlich die weltweite Nachfrage nach neuseeländischen Exporten beeinträchtigen und damit sowohl die Wachstums- als auch die Inflationsaussichten dämpfen. Währenddessen deuten die **Projektionen des Leitzinses auf mindestens eine weitere Zinssenkung hin**.

Zinssenkungszyklus der RBNZ nähert sich seinem Ende

Wir gehen nach einem **Festhalten des Zinsniveaus im Juli und August** weiterhin von einer **finalen Zinssenkung im Oktober auf dann 3,00%** aus. Einerseits, weil die Inflation mit aktuell 2,5% (J/J) deutlich über der von der RBNZ anvisierten Mitte des Inflationszielbandes von 1-3% ist. Zudem waren die (einjährigen) **Inflationserwartungen zuletzt deutlich gestiegen**, unter anderem wohl aufgrund deutlich gestiegener Lebensmittelpreise, die einen großen Teil des Warenkorb der Verbraucherpreise darstellen. Andererseits, weil **wir trotz der jüngsten Eintrübung der Frühindikatoren hinsichtlich der konjunkturellen Dynamik nicht ganz so pessimistisch wie die RBNZ sind**. Sollte sich die Datenlage in den nächsten Monaten weiter verschlechtern, ist ein weiterer Zinsschritt auf 2,75% jedoch durchaus eine Option.

Anstieg der Inflationserwartungen sowie optimistischere Einschätzung der Konjunktur sprechen für vorsichtige geldpolitische Gangart

Der neuseeländische Dollar dürfte über unseren Prognosehorizont von der inländischen Wachstumsbelebung profitieren, die sich allerdings erst noch richtig etablieren muss. In Anbetracht der Risikosensitivität der Währung ist das Aufwertungspotenzial vor dem Hintergrund einer verlangsamen globalen Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 2025 (insbesondere in China und den USA) zunächst jedoch begrenzt. Danach sind Notierungen von 0,63 USD (12M-Sicht) durchaus realistisch.

NZD dürfte von inländischer sowie globaler Wachstumsbelebungen profitieren

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

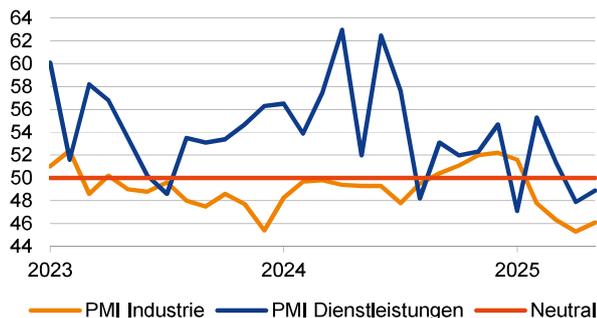
Kanada: Vorerst keine Klarheit über die Handelsbeziehungen

Die internationalen Handelsstatistiken belegen eindeutig die negativen Auswirkungen von Trumps Strafzollpolitik auf die kanadische Wirtschaft. Nachdem die Exporte im Januar mit 57,2 Mrd. USD im Vergleich zum Zwölfmonatsdurchschnitt von 50,1 Mrd. USD ein Rekordhoch erreicht hatten (da die US-Importeure sich mit Waren eindeckten, bevor die Zölle in Kraft traten), brachen sie im April auf 42,2 Mrd. USD ein. Unterdessen erreichten die kanadischen Importe aus den USA im Februar

Trump's Zollkrieg hat der kanadischen Wirtschaft zugesetzt

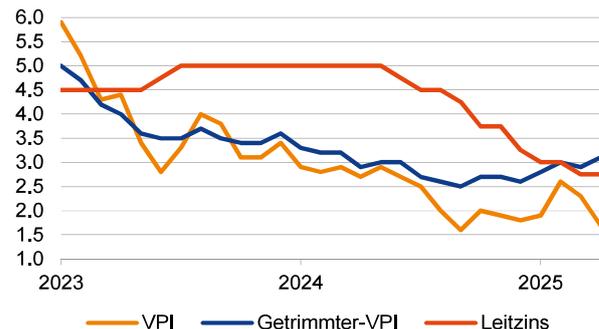
mit 44,7 Mrd. USD einen Höchststand, verglichen mit einem 12-Monats-Durchschnitt von 41,4 Mrd. USD, fielen jedoch im April auf nur noch 38,6 Mrd. USD. **Die Aussichten sind vor allem für den Produktionssektor nicht gerade ermutigend. Nun hat die negative Stimmung jedoch auch auf den Dienstleistungssektor übergreifen, wie die PMI-Daten in der nachfolgenden Grafik zeigen.**

PMIs deuten auf Konjunkturschwäche in der zweiten Jahreshälfte hin
In Indexpunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Inflation innerhalb des Zielbereichs von 1-3% hält Hoffnung auf
moderate geldpolitische Lockerung 2025 aufrecht
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für die Wirtschaft gibt es gute Nachrichten, da die Inflation seit über einem Jahr innerhalb des Zielkorridors von 1 bis 3% (J/J) geblieben ist. Allerdings ist die getrimmte Kerninflation („core-trimmed-mean“) in den letzten sechs Monaten tendenziell gestiegen. Dennoch hat die Bank of Canada (BoC) kürzlich erklärt, dass sie diesem Wert momentan weniger Bedeutung beimisst. Die Bereitschaft der BoC, über den Anstieg der Kerninflation hinwegzusehen, dürfte zum Teil den mittlerweile deutlichen Anzeichen einer Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt geschuldet sein. Die Arbeitslosenquote steigt seit einigen Jahren allmählich an und erreichte im April mit 7% den höchsten Stand seit September 2021. Gleichzeitig hat sich das Lohnwachstum von 5,5% vor einem Jahr auf 3,5% (jeweils J/J) im Mai verlangsamt.

Die Inflation ist noch unter Kontrolle

Der Arbeitsmarkt schwächt sich weiter ab

Bei den letzten beiden Sitzungen hat sich die Bank of Canada dafür entschieden, die Geldpolitik unverändert zu lassen und den Leitzins bei 2,75% zu halten. **Weitere Zinssenkungen sind nicht ausgeschlossen**, aber kurzfristig scheint es sehr wahrscheinlich, dass die BoC während der Sommermonate einen stabilen Kurs beibehält und weitere Entwicklungen abwartet – insbesondere, **ob die amerikanischen und kanadischen Verhandlungsführer eine vernünftige Einigung im Zollstreit erzielen können. Außerdem plant die Regierung, ihren Haushalt erst im Herbst vorzulegen.** Dies ist ein weiteres Argument dafür, dass die BoC ihre Geldpolitik vorerst beibehalten sollte, denn der Haushalt hat wiederum Auswirkungen auf die Geldpolitik.

Die BoC hat zuletzt keine weiteren Zinssenkungen beschlossen

Die Aussichten für den kanadischen Dollar hängen von der Entwicklung des **US-Dollars ab, der in den letzten Monaten durch die von Unsicherheit geprägte Politik der USA geschwächt wurde.** Infolgedessen tendierte der USD-CAD in den letzten drei Monaten schwächer und verlor rund acht Cent, sodass er zuletzt bei etwa 1,3650 CAD notierte. Andererseits konnte der Euro aufgrund seines Potenzials als alternative Reservewährung zum US-Dollar angesichts der Größe und Tiefe seiner Märkte leichte Gewinne gegenüber dem kanadischen Dollar erzielen und stieg um etwa zwei Cent auf 1,57 CAD. Der US-Dollar wird voraussichtlich weitere Verluste hinnehmen müssen und der Euro dürfte seine Gewinne ausbauen. Deshalb

Gemischtes Bild für den kanadischen Dollar

dürfte sich der jüngste Trend des Loonie in den kommenden sechs Monaten fortsetzen, wenn auch in geringerem Umfang als in den vergangenen drei Monaten. **Vieles hängt auch davon ab, wie sich Trumps Zollstreitigkeiten mit den wichtigsten Handelspartnern der USA entwickeln werden.**

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

Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden wohl beendet – in Norwegen gerade begonnen

Obwohl die Riksbank am Mittwoch, 18. Juni, ihren Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt und angedeutet hat, dass es eine vernünftige Chance auf eine weitere Senkung in diesem Jahr gibt, sind die Aussichten unsicher und die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Bedingungen sind nicht ganz so negativ, wie es auf den ersten Blick scheint. Die Entscheidung, den Leitzins von 2,25% auf 2% zu senken, wurde in Umfragen weitestgehend erwartet. Auch wir hatten diese Senkung vorhergesagt. **Neben der Leitzinsanpassung senkte die Riksbank auch ihre Wachstumsprognose für 2025 deutlich von zuvor 1,9% auf jetzt 1,2%, während ihre Inflationsprognose für 2025 und 2026 leicht zurückgenommen wurde.** Die Leitzinsprojektionen, die zur März-Sitzung noch durchgängig 2,25% betragen hatten, wurden ebenfalls angepasst. Die Notenbankverantwortlichen gehen nun davon aus, dass die Policy Rate Ende dieses Jahres bei etwa 1,9% ihren Tiefpunkt erreichen wird.

Riksbank senkt Leitzins auf 2%

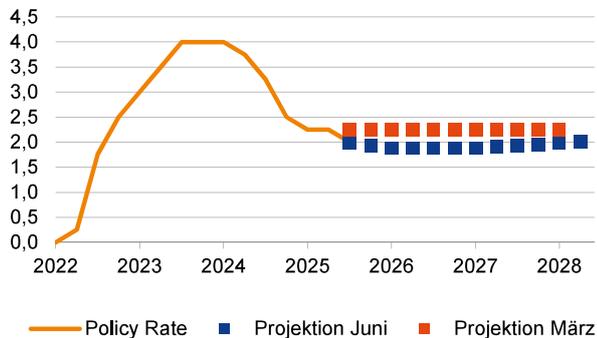
Wirtschaftswachstum merklich schwächer erwartet

Schweden 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. Während die Verschlechterung der Konjunkturaussichten darauf hindeuten könnte, dass weitere Zinssenkungen erforderlich sind, glauben wir, dass die Riksbank aus mehreren Gründen davor zurückschrecken wird, zu aggressiv zu sein. Erstens wirken sich die vorangegangenen Zinssenkungen immer noch nicht in vollem Umfang auf die Wirtschaft aus. Zweitens sprechen einige Daten immer noch für eine wirtschaftliche Erholung in diesem Jahr, nämlich dass die Reallöhne steigen und das Vertrauen der Unternehmen auf einem normalen Niveau liegt. Und schließlich deuten Konjunkturumfragen darauf hin, dass der Preisdruck nach wie vor recht hoch ist. **Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Riksbank den Leitzins auf absehbare Zeit bei 2% belassen wird.** Die Krone schwächte sich am Tag des Leitzinsentscheids um 0,7% zum Euro ab. Allerdings dürfte diese Reaktion weniger auf die Entscheidung der Riksbank zurückzuführen sein, sondern auf die zunehmende Risikoaversion im Zuge des Nahost-Konflikts. **Auf Sicht von drei und sechs Monaten erwarten wir eine moderate Erholung der Krone auf 10,90 EUR-SEK.**

Krone durch erhöhte Risikoaversion belastet

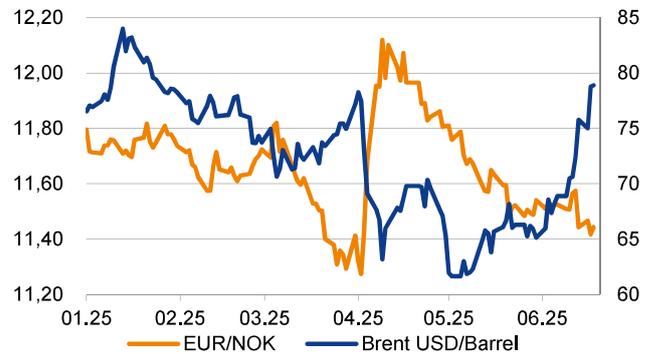
Krone sollte sich wieder auf 10,90 EUR-SEK erholen

Schweden: Leitzinsprojektion auf knapp unter 2% gesenkt
in %



Quelle: LSEG, Riksbank

Norwegen: Rohölpreisanstieg stützt die Krone
LS: EUR-NOK; RS: Brent USD/Barrel



Quelle: LSEG

Die hohen Zinsen und der immer noch restriktive Kurs der Norges Bank fordern ihren Tribut. Das Wirtschaftswachstum ist 2024 für norwegische Verhältnisse schon moderat ausgefallen und dürfte im laufenden Jahr sogar schrumpfen. Bereits im vierten Quartal 2024 hatte sich die Wirtschaftsleistung überraschend stark abgeschwächt (-0,9% Q/Q), im ersten Quartal 2025 setzte sich der Rückgang fort (-0,1% Q/Q). Mit 2,8% im Jahresvergleich lag die Kerninflation (CPI-ATE) im Mai etwas unter den Markterwartungen und unter der Prognose der Norges Bank (3,1%). Trotz des Rückgangs der Kerninflation stieg die Gesamtinflation um 0,5 Prozentpunkte auf 3,0% (J/J), da die Energiepreise im Laufe des Monats stark anstiegen. Insgesamt zeigen die Mai-Daten zwar erfreuliche disinflationäre Fortschritte, die Rückkehr der Kerninflation auf 2% bleibt aber auf einem holprigen Weg.

Wachstum bricht ein

Erfreuliche disinflationäre Fortschritte

Die norwegische Zentralbank hat am 19. Juni überraschend den Leitzins gesenkt und signalisiert eine weitere Lockerung im Jahresverlauf. Sie setzte den geldpolitischen Schlüsselsatz um einen Viertelpunkt nach unten auf 4,25%. Viele Experten hatten eine Senkung erst für das nächste Quartal auf dem Schirm. „Die Konjunkturaussichten sind unsicher, aber wenn sich die Wirtschaft im Großen und Ganzen wie derzeit prognostiziert entwickelt, wird der Leitzins im Laufe des Jahres 2025 weiter gesenkt“, erklärten die Osloer Währungshüter. Die norwegische Krone gab nach dem Zinsentscheid zum Euro nach. Die Notenbank ist zwar der Ansicht, dass eine restriktive Geldpolitik weiterhin erforderlich sei. Dennoch sei es nun angebracht, mit einer vorsichtigen Normalisierung des Leitzinses zu beginnen. „Die Inflation ist seit der geldpolitischen Sitzung im März gesunken, und der Inflationsausblick für das kommende Jahr deutet auf eine niedrigere Inflation als bisher erwartet hin“, sagte Notenbankchefin Ida Wolden Bache. Eine vorsichtige Normalisierung des Leitzinses werde den Weg für eine Rückkehr der Inflation zum Ziel ebnen, ohne die Wirtschaft stärker als nötig einzuschränken. 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.**

Die Norges Bank leitet den Leitzinssenkungszyklus ein

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitik in den CE3-Staaten weiterhin FX-stützend

Die wieder aufgeflamten geopolitischen Risiken (Konflikt zwischen Israel und Iran) haben die CE3-Währungen bislang nicht übermäßig verunsichert. Es scheint, als ob man marktseitig weiterhin auf eine Verhandlungslösung setzt, so dass eine Beruhigung der Lage immer noch möglich erscheint und ein Flächenbrand vermieden werden kann. Diese Erwartung nehmen die risikosensitiven Schwellenländerwährungen derzeit dankbar auf. Neben den **geo- und handelspolitischen Unwägbarkeiten** dürften sich Zloty und Co. in den kommenden Wochen vor allem für die **weitere geldpolitische Gangart ihrer Währungshüter interessieren**.

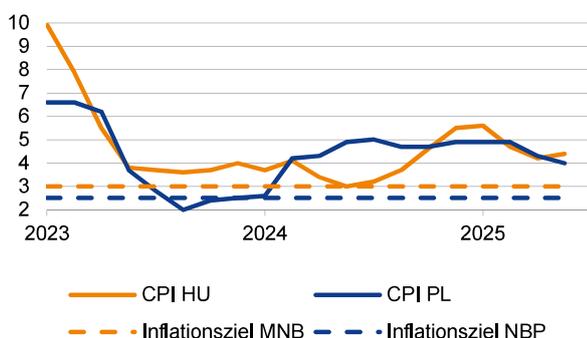
Geopolitisches Risiko bislang kein nennenswerter Belastungsfaktor

Zunächst rückt hier die **ungarische Notenbank (MNB)** in den Fokus, wo am 24. Juni die nächste geldpolitische Entscheidung auf der Agenda steht. **Unserer Einschätzung zufolge dürfte die dortige Zentralbank den Leitzins erneut unverändert bei 6,50% belassen. Neben den diversen globalen Risiken sprechen unserer Ansicht nach hierfür auch die nach wie vor präsenten Inflationsrisiken.** So ist doch die ungarische Teuerung in der Gesamtrate im Mai etwas stärker als marktseitig erwartet auf 4,4% (J/J) gestiegen. Hinzu kommt, dass auch die von der MNB vielbeachtete, um indirekte Steuern bereinigte Kernrate mit 4,5% (J/J) aus geldpolitischer Sicht ebenfalls weiterhin zu hoch ist. Für die ungarischen Währungshüter, die die Inflationserwartungen der Haushalte und Unternehmen senken wollen, sind die jüngsten Inflationszahlen wahrlich keine beruhigenden Nachrichten. Vielmehr ist unter diesen Vorzeichen davon auszugehen, dass die MNB ungeachtet der Konjunkturrisiken weiterhin keine Eile hat, die geldpolitischen Zügel erneut zu lockern, zumal Notenbankchef Varga jüngst auch deutlich gemacht hat, dass die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum unverändert bleiben dürften. **Für den Forint bleibt die anhaltend restriktive Geldpolitik des Landes somit ein stützender Faktor.**

Leitzinsentscheidung MNB: Unverändertes Leitzinsniveau erwartet

Geldpolitische Inflationsziele in Ungarn und Polen noch ein gutes Stück entfernt

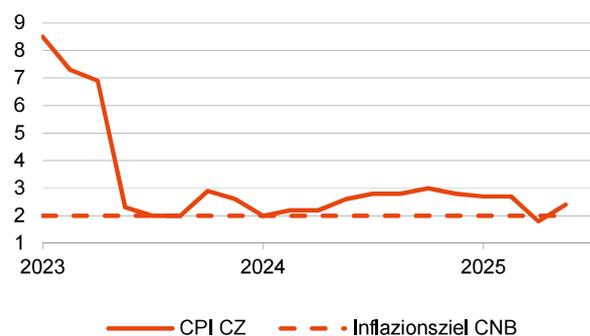
Alle nationalen Inflationsgrößen in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

CNB schaut auch auf den letzten Metern der Inflationsbekämpfung sehr genau hin

Alle tschechischen Inflationsgrößen in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Dies gilt auch für die tschechische Krone. Hier ist die Inflation zuletzt ebenfalls stärker gestiegen als allgemein erwartet. Dies warf marktseitig die Frage auf, ob der dortige Leitzinssenkungszyklus sein Ende erreicht hat. Der Vorsitzende der tschechischen Zentralbank (CNB) Michl wollte sich hierauf nicht festlegen. Vielmehr verwies er darauf, dass es unter den geldpolitischen Vertretern keine

CNB-Chef Michl: Spielraum für weitere Leitzinssenkungen gering

Vereinbarung gebe, wonach die Mai-Senkung die letzte gewesen sei. **Zugleich ließ Michl wissen, dass die Geldpolitik restriktiv bleiben werde und betonte, dass nicht mehr viel Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen sei.**

Diese Entwicklungen haben wir zum Anlass genommen, um unsere tschechische Leitzinsprognose zu revidieren. Zwar rechnen wir nach wie vor damit, dass der Leitzinssenkungszyklus auf Jahressicht bei 3% an seinem Ende angekommen sein sollte. **Allerdings dürfte die CNB am aktuellen Rand länger pausieren als bislang angenommen.** Konkret erwarten wir nun auf Sicht von drei Monaten ein gegenüber heute unverändertes Leitzinsniveau von 3,50% (bislang: 3,25%). Diese Einschätzung wird durch die jüngsten Äußerungen des CNB-Vorsitzenden gestützt. Dieser machte deutlich, dass der Leitzins seiner Ansicht nach für einige Zeit bei 3,50% verharren sollte. **Erst auf Sicht von sechs Monaten dürfte die CNB angesichts ihrer Erwartung eines 2026 weiter nachlassenden Preisdrucks den Leitzins wieder antasten und umsichtig auf dann 3,25% senken.** Im Verlauf des ersten Halbjahres 2026 sollte schließlich die Inflationszielmarke von 2% (J/J) nachhaltig in Sichtweite kommen, so dass dann der finale Schritt auf 3% erfolgen dürfte. **Verharrt der Leitzins wie von uns prognostiziert bei 3%, so ist dies im historischen Vergleich ein hoher Wert, der zudem noch als restriktiv und damit als CZK-stützend zu betrachten ist.** Dass die CNB die geldpolitischen Zügel darüber hinaus nicht weiter lockern sollte, ist maßgeblich den von ihr skizzierten langfristigen Inflationsrisiken (u.a. ungewisse Folgen der sich verändernden internationalen Handelsbarrieren) geschuldet.

CNB dürfte sich auf den letzten Metern geldpolitisch mehr Zeit lassen

Werfen wir zum Schluss noch einen Blick auf die polnische Geldpolitik. Auch hier üben sich die Währungshüter in geldpolitischer Zurückhaltung. Zwar nahm die dortige Zentralbank (NBP) den Leitzins im Mai erstmals seit Herbst 2023 um 50 Bp auf 5,25% nach unten. Bei ihrer Juni-Sitzung zeigte sie sich jedoch mit Verweis auf die Inflationsrisiken erneut in abwartender Haltung. **Notenbankchef Glapinski mahnte mit Blick auf die Teuerung die expansive Fiskalpolitik des Landes an. Seiner Einschätzung zufolge dürfte der Preisdruck zwar allmählich nachlassen, die Inflation sollte sich dennoch weiterhin deutlich über dem Inflationsziel der NBP von 2,5% (J/J) bewegen.** Mit Blick auf das dritte Quartal sieht er die dortige Teuerung nahe der 3%-Marke (J/J). Was die weiteren Schritte betrifft, so verwies der NBP-Oberste auf den datenabhängigen Ansatz der Zentralbank und lehnte es ab, verbal einen Zinspfad zu skizzieren. **Ob die NBP den Leitzins bei ihrer nächsten Zinssitzung am 2. Juli antasten wird, dürfte u.a. von den vorläufigen Inflationszahlen für Juni abhängen, welche am 30. Juni veröffentlicht werden. Unserer Ansicht nach sollte die Gesamtrate erneut im Bereich der 4%-Marke ausgewiesen werden, was für ein geldpolitisches Innehalten spricht.** Eine wichtige Rolle spielen zudem die revidierten Inflations- und Wachstumsprojektionen der Notenbank, welche im Rahmen der Zinssitzung Anfang Juli ebenfalls vorgestellt werden. Bislang rechnet die NBP hier für 2025 mit einem deutlichen Anstieg der Teuerung auf 5,6% (J/J) nach 3,7% (J/J) im vergangenen Jahr. Wenngleich die NBP ihre Inflationserwartungen für das laufende Jahr nach unten korrigieren dürfte, so sollte sich die dortige Teuerung in diesem Jahr immer noch auf rund 4% belaufen, was aus geldpolitischer Sicht weiterhin nur umsichtige Senkungsschritte zulässt. **Damit sollte auch das polnische Leitzinsniveau weiterhin restriktiv und damit Zloty-stützend bleiben.**

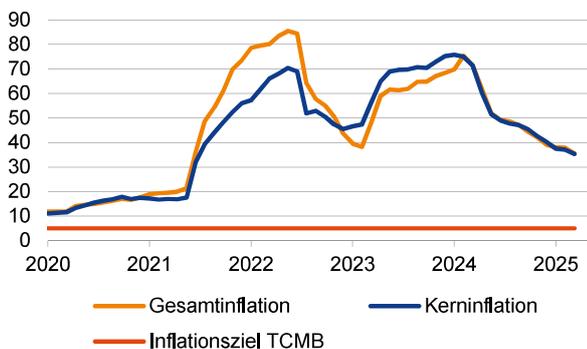
Polnische Geldpolitik weiterhin restriktiv

Türkei & Südafrika: Leitzinssenkungen voraus

Die türkische Notenbank (TCMB) hat den Leitzins bei ihrer Juni-Sitzung wie allgemein erwartet unverändert bei 46% belassen. Zugleich öffnete sie jedoch mit Blick auf die Sitzung am 24. Juli die Tür für die Wiederaufnahme ihrer umsichtigen Lockerungsschritte. Voraussetzungen hierfür sind laut TCMB ein weiter nachlassender Preisdruck sowie eine Abnahme der geopolitischen Risiken (Stichwort: Konflikt Iran/Israel). Dass die türkischen Währungshüter erneute Leitzinssenkungen ins Spiel bringen, dürfte neben der zuletzt auf den niedrigsten Stand seit Ende 2021 gefallenen Inflation auch der Beruhigung der innenpolitischen Turbulenzen geschuldet sein. Diese waren im Frühjahr durch die Verhaftung des Oppositionsführers (CHP) Imamoglu aufgekommen und hatten die TCMB u.a. zu einer massiven Leitzinsanhebung veranlasst, um den Abwärtssog der Lira zumindest zu bremsen. Neben den eben genannten Argumenten dürften zudem die schwachen Wachstumszahlen für das erste Quartal eine Rolle bei den Lockerungsüberlegungen der TCMB spielen. So blieb doch das türkische BIP zuletzt mit einem Plus von nur noch 2,0% (J/J) bzw. 1,0% (Q/Q) hinter den ohnehin zurückhaltenden Markterwartungen von 2,3% (J/J) und 1,2% (Q/Q) zurück. Das schwächere Wachstum war in erster Linie auf eine verhaltene Binnennachfrage zurückzuführen. Letztendlich kam der positive Beitrag zum Wachstum fast ausschließlich aus den Nettoexporten, legten doch die Ausfuhren gegenüber dem Schlussquartal 2024 merklich zu, während die Einfuhren deutlich zurückgegangen sind. Die türkische Notenbank (TCMB) dürfte die zurückhaltendere Inlandsnachfrage mit gewissem Wohlwollen zur Kenntnis genommen haben, scheint ihre restriktive geldpolitische Gangart doch die entsprechende Wirkung zu entfalten.

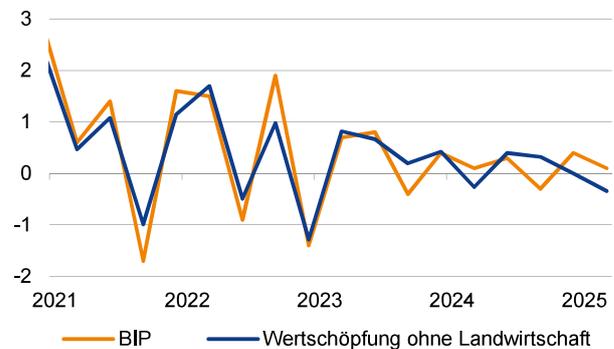
TCMB öffnet Tür für weitere Leitzinssenkung

Türkei: Inflationsraten zuletzt auf dem niedrigsten Stand seit Ende 2021
Alle türkischen Inflationswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrikas Agrarsektor hob das Wachstum im ersten Quartal ins Plus
Gegenüber Vorquartal in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die kommenden Wochen betrifft, so sollte die risikosensitive türkische Landeswährung neben den globalen Ereignissen (besonders handels- und geopolitische Risiken) vor allem die Bekanntgabe der nationalen Inflationszahlen für Juni im Blick haben, welche am 3. Juli veröffentlicht werden. Setzt sich der Disinflationstrend hier sowohl in der Gesamt- als auch in der Kernrate wie allgemein erwartet weiter fort und schätzt der Markt die Aussicht auf eine Verhandlungslösung im Konflikt zwischen dem Iran und Israel weiter als gegeben ein, dürfte dies die marktseitigen Erwartungen des zeitnahen Wiedereinstiegs der TCMB in ihren Leitzinssenkungszyklus bekräftigen. Darüber hinaus verdient der ebenfalls Anfang Juli zur Bekanntgabe anstehende Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe Beachtung. Dieser bewegt sich seit März 2024

Türkische Inflationszahlen und PMI für Juni im Blick

unterhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten und fiel zuletzt weiter auf 47,2 Zähler, den niedrigste Stand seit Herbst 2024. Zeigt sich dieser Stimmungsindikator auch im Juni im Bereich dieser Niveaus, sollte dies die ohnehin bestehenden Wachstumssorgen unterstreichen. **Die türkische Lira dürfte unter diesen Vorzeichen in der Defensive bleiben.**

Südafrikas Wirtschaft schaffte im ersten Quartal lediglich ein Wachstum von 0,1% (Q/Q). Damit wurde zwar die zuletzt befürchtete Schrumpfung der Wirtschaft verhindert. Dies gelang aber nur dank des Agrarsektors, der bereits für den größten Teil des Wachstums im Schlussquartal verantwortlich war, das zudem auf 0,4% (Q/Q) nach unten revidiert wurde (von +0,6% Q/Q). Die Wertschöpfung ohne den Agrarbereich schrumpfte dagegen zum Jahresauftakt um 0,3% (Q/Q). Diese **Zahlen dämpfen die ohnehin moderaten Wachstumserwartungen für dieses Jahr weiter.** Ein kleiner Lichtblick war, dass der Einkaufsmanagerindex zuletzt auf 50,8 Punkte gestiegen war, den höchsten Stand seit November letzten Jahres.

Schwacher Jahresauftakt für Südafrikas Wirtschaft

Die South African Reserve Bank (SARB) konnte ihre jüngste Zinssenkung um 25 Bp auf 7,25% aber vor allem mit den moderaten Preiszahlen begründen. Die in dem neuen Haushalt enthaltende Steuererhöhung auf Kraftstoffe kann dank der moderaten Preise bei Rohöl zunächst ohne Folgen für die Preise an den Zapfsäulen umgesetzt werden. Dies zeigten dann auch die Preiszahlen für den Mai. Die Inflationsrate lag den dritten Monat in Folge mit 2,8% (J/J) unterhalb der Zielspanne von 3% bis 6% und auch die Kernrate verharrte im Vorjahresvergleich auf der unteren Schwelle. **Eine weitere Zinssenkung Ende Juli auf dann 7,0%** sollte damit ohne Inflationsrisiken umgesetzt werden können. Anschließend ist jedoch mit einer Zinspause zu rechnen. Der weitere geldpolitische Pfad hängt von den Vorgaben für die Geldpolitik ab. **Die Notenbank drängt bereits seit langem darauf, das Inflationsziel zu senken** und regt an, die derzeit moderaten Preiszahlen für eine Anpassung zu nutzen. Nach ihrer letzten Sitzung bekundete die SARB sehr deutlich ihre Vorliebe für ein 3%-Ziel. Derzeit strebt sie den Mittelpunkt der Inflationszielspanne und damit 4,5% (J/J) an. Ein niedrigeres Inflationsziel würde die SARB vermutlich mit weiteren Zinssenkungen begleiten, da sie davon ausgeht, dass allein die Verkündung des neuen Ziels dazu beiträgt, dass die Inflationserwartungen gedämpft werden. Im Rahmen ihrer Sitzung hat die Notenbank sogar ein Szenario für ein Inflationsziel von 3% veröffentlicht. Demnach könnte der Leitzins dann bis Ende des Jahres auf 6,5% rutschen. Aus dem Finanzministerium wurde zuletzt allerdings lediglich verkündet, dass es schon bald zu einer Entscheidung kommen werde. Innerhalb der Regierungskoalition gibt es allerdings Stimmen, die einem niedrigeren Inflationsziel skeptisch gegenüber eingestellt sind. Daher **basieren unsere Erwartungen noch auf einem unveränderten Inflationsziel.** Ein Teil des jüngsten Renditerutschs und des festeren Rand dürfte auf das Konto der Erwartung eines niedrigeren Inflationsziels gehen. Sollte es keine Anpassung geben, könnte dies daher zu einer gewissen Enttäuschung führen.

Inflationsziel auf dem Prüfstand

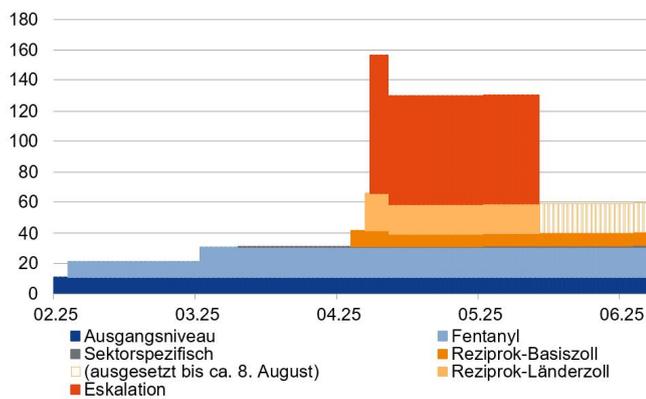
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Handelspolitischer Waffenstillstand auf dünnem Eis

Die handelspolitische Annäherung zwischen den USA und China hat eine weitere wichtige Hürde genommen ... zumindest wird die Vereinbarung von Anfang letzter Woche in London von Zweckoptimisten so interpretiert. Auf dem Papier liest sich der Durchbruch vielversprechend: **China verpflichtet sich, Exportbeschränkungen bei Seltenen Erden abzubauen**, was v.a. für die US-Seite bedeutend ist. Die dominante Stellung Chinas in der globalen Produktion und Lieferkette für diese Metalle ist längst zum politischen Druckmittel geworden. Nach der Grundsatzvereinbarung, die im Mai in der Schweiz gelungen war, ist der aktuelle Schritt aber eigentlich keine echte Neuerung, sondern eher die logische Fortsetzung der Gespräche. Auffällig ist, wie wenig konkrete Details zu den Vereinbarungen an die Öffentlichkeit durchdringen, was nahelegt, dass man **in vielen Punkte eben doch noch nicht über oberflächliche Absichtserklärungen hinausgekommen ist.**

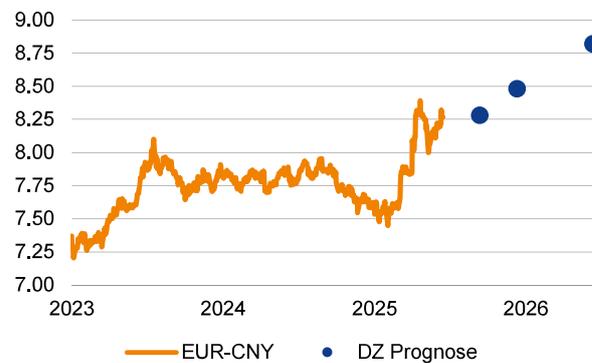
Waffenstillstand im Zoll-Streit

Trotz Einigung bleibt noch immer hohe Zusatzbelastung durch US-Zölle
US-Durchschnittszölle gegenüber China, in %



Quelle: Oxford Economics, DZ BANK

Ein ungleicher Kampf: Schwacher Yuan trifft auf starken Euro
EUR-CNY und Prognose DZ BANK



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die spannendste Frage für die Finanzmärkte bleibt, wie es im August weitergeht, wenn die vereinbarte Zoll-Pause endet. **Die Reduzierung der absurd hohen Zollsätze aus der Eskalation vom April wurde Mitte Mai nur temporär für 90 Tage vereinbart.** Und auch wenn wir davon ausgehen, dass es eine erneute Verlängerung gibt, bleibt ein Restrisiko, dass die Zoll-Drohung jederzeit wieder auf Truth Social auftaucht. Noch wichtiger ist aber eine **realistische Beurteilung der chinesischen Wachstumsperspektiven**, bei der wir uns nicht von der jüngsten Einigung blenden lassen dürfen. Die effektive Zollbelastung für die chinesischen Exporteure ist heute erheblich höher als noch zu Jahresanfang, und die konjunkturellen Bremsspurten sind schon jetzt unübersehbar. Gleichzeitig bleibt die Binnennachfrage labil und springt trotz staatlicher Konsumhilfen nicht an. **Das Umfeld für den Yuan bleibt also denkbar ungünstig:** Gegenüber dem ebenfalls angeschlagenen US-Dollar fallen seine von uns erwarteten Kursverluste nicht ganz so stark aus (USD-CNY: 7,35 CNY, +12M); zum Euro ist das Yuan-Bild mit seinem erwarteten Minus von 7% schon pointierter.

Yuan-Umfeld bleibt ungünstig, v.a. gegenüber starkem Euro

Brasilien & Mexiko: Fragezeichen hinter Wachstumsaussichten

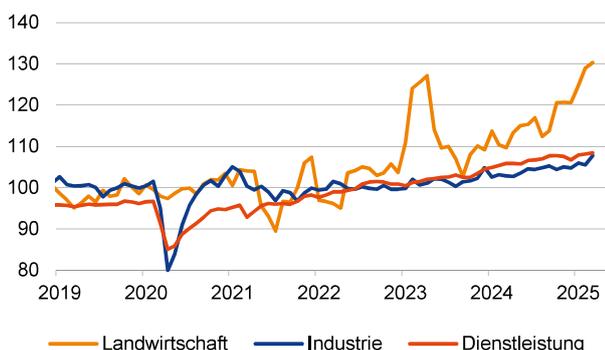
Brasiliens Wirtschaft übertraf im ersten Quartal mit einem BIP-Plus um 1,4% (Q/Q) wieder einmal die Erwartungen vom Quartalsbeginn. Grundlage für die guten Zahlen war erneut die Landwirtschaft, die deutlich expandieren konnte und inzwischen über 8% der Wertschöpfung ausmacht, zwei Prozentpunkte mehr als noch zu Anfang des Jahrtausends. Damit wird die Bedeutung noch unterschätzt, da Weiterverarbeitung und Transport auch auf andere Wirtschaftszweige ausstrahlen. Agrarprodukte machen sogar fast die Hälfte aller Exporte Brasiliens aus. Eine Schattenseite der hohen Bedeutung der Landwirtschaft ist aber die damit verbundene Abhängigkeit von den Witterungsbedingungen, die zu großen Schwankungen bei der Wirtschaftsleistung führen können. **Eine weitere kräftige Expansion ist im Agrarsektor im laufenden Quartal kaum zu erwarten, vielmehr ist mit einer Gegenbewegung zu rechnen. Im Industrie- und Dienstleistungssektor deuten die Einkaufsmanagerindizes ebenfalls auf eine nachlassende Dynamik hin.**

Agrarsektor wichtige Stütze für die brasilianische Wirtschaft

Die Banco Central do Brasil, die seit Herbst letzten Jahres einen scharfen Straffungskurs verfolgt, hat den Leitzins im Juni ein weiteres Mal angehoben. Allerdings fiel der jüngste Schritt, der den dortigen Leitzins auf 15% und damit auf den höchsten Stand seit Sommer 2006 schleuste, mit 25 Bp geringer aus als bei den vorangegangenen Erhöhungen. Die jüngste geldpolitische Straffung kann als **Versicherungsschritt** gewertet werden, stellt die Zentralbank doch nun eine längere geldpolitische Pause in Aussicht, womit der **ausgeprägte Leitzinserhöhungszyklus an seinem Ende angekommen sein dürfte.** So wollen die dortigen Währungshüter ihren eigenen Angaben zufolge nun die Auswirkungen der straffen Geldpolitik auf die Inflation und die Konjunktur abwägen. **Die Notenbank betonen zugleich, dass die Geldpolitik eine längere Zeit restriktiv bleiben müsse.** Ermöglicht wird das Ende der Straffungen zum einen dadurch, dass sich bei den Inflationszahlen, die immer noch über dem Ziel der Notenbank liegen, immerhin eine Plateaubildung abzeichnet. Im Mai lag die Inflationsrate mit 5,3% schon leicht unter dem Aprilwert von 5,5% (jeweils J/J). Zum anderen haben sich die Inflationserwartungen bereits in den letzten beiden Monaten etwas entspannt. Einen Hinweis, wie lange die Notenbank nun geldpolitisch abwarten könnte, geben die letzten beiden Zinshochs, die eine Dauer von 15 bzw. 12 Monaten hatten. Etwas unschön ist dabei, dass ein in 12 Monaten beginnender Zinssenkungskurs mit Blick auf die Wahlen im Oktober 2026 von Seiten der Opposition als versuchte Wahlbeeinflussung gesehen werden dürfte.

Zinserhöhungskurs in Brasilien beendet; längeres Innehalten erwartet

Landwirtschaft sorgt in Brasilien für Wachstum und Volatilität
Aktivitätsindex nach Wirtschaftszweigen



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Inflationszahlen in Mexiko machen keine Freude
halbmonatliche Daten J/J in %



Quelle: Banco de México, Bloomberg, DZ BANK

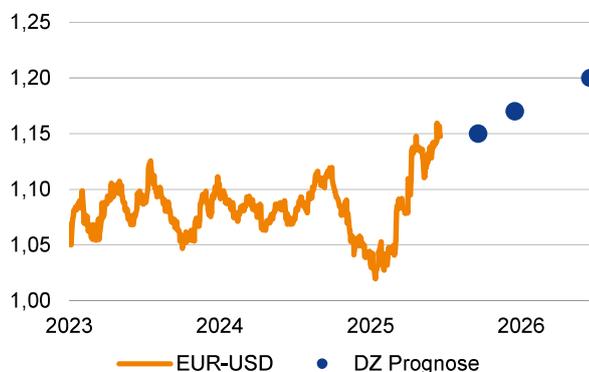
Mexikos Wirtschaftsdaten werden derzeit besonders intensiv auf Spuren der veränderten US-Politik abgeklopft. Sichtbar eingetrübt hat sich dabei das Stimmungsbild, auch wenn es bei einigen Indikatoren nach einem scharfen Rücksetzer im April zuletzt wieder für eine kleine Erholung gereicht hat. Auch in der besonders exportabhängigen Automobilindustrie zeichnet sich bereits eine Schwächephase ab. Nachdem die Investitionen schon zum Jahresende 2024 schwach waren, gaben sie im ersten Quartal spürbar nach (-3,4% Q/Q). Dabei wird das Investitionsbild noch durch die Wohnungsbauinvestitionen aufgehübscht, die nicht zuletzt dank der deutlichen Zinssenkungen zulegen konnten (+2,7% Q/Q). **Insgesamt sind die Wachstumsaussichten für dieses Jahr jedoch schwach einzuschätzen, auch wenn die Banco de México in ihren jüngsten Wachstumsprojektionen noch hofft, eine Rezession vermeiden zu können.** Nachdem die letzten Zinssenkungen um jeweils 50 Bp im Direktorium glatt durchgewunken wurden, könnte es bei den nächsten Sitzungen leichten Gegenwind geben. Nicht zuletzt die unbefriedigenden Inflationszahlen mit einem Anstieg der Jahresrate im Mai auf 4,4% und damit außerhalb der Toleranzspanne von 2% bis 4% könnte auch in der Notenbank zu Widerstand gegen zu kräftige Lockerungen führen. Dies dürfte allerdings eine Minderheitsmeinung bleiben, sodass **der Leitzins in den kommenden Monaten bis auf 7,5% gesenkt werden sollte. Der bisher sehr robuste Peso dürfte sich nicht dauerhaft von dieser Geldpolitik abkoppeln können und daher perspektivisch wieder schwächer tendieren.**

Mexiko: Trübe Konjunkturdaten und trübe Inflationszahlen

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

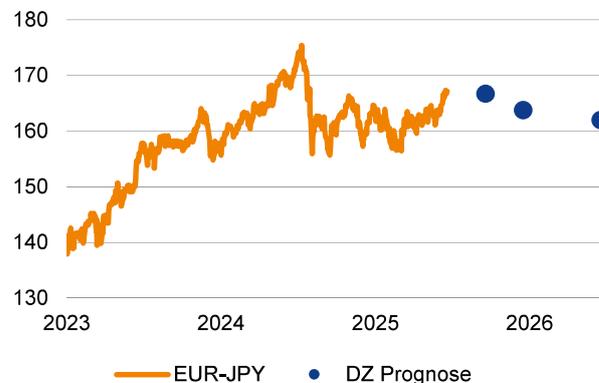
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



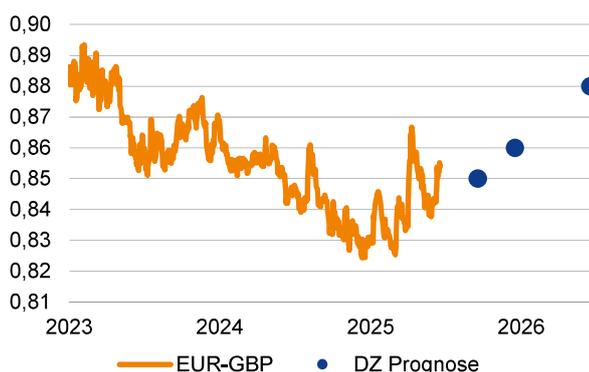
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



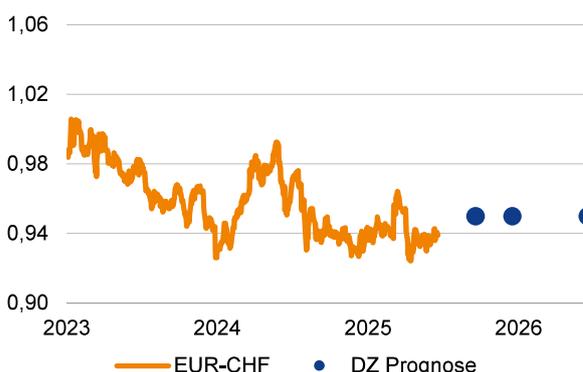
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



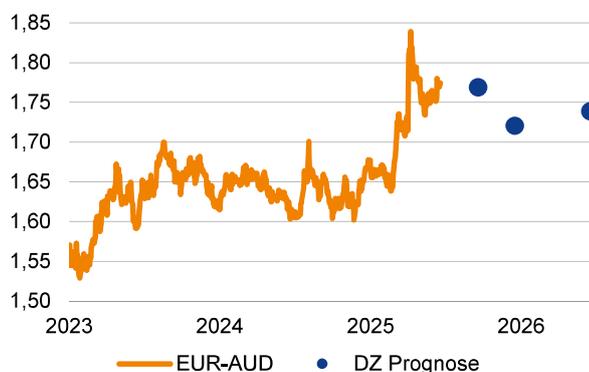
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



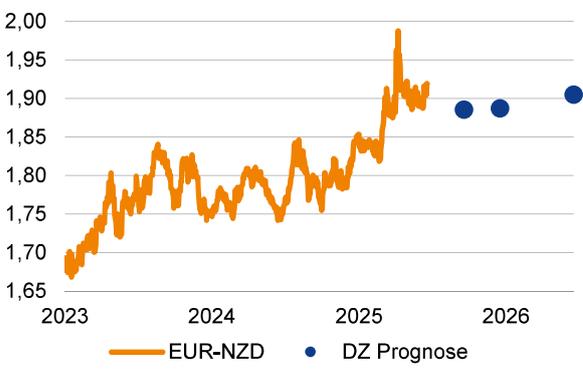
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



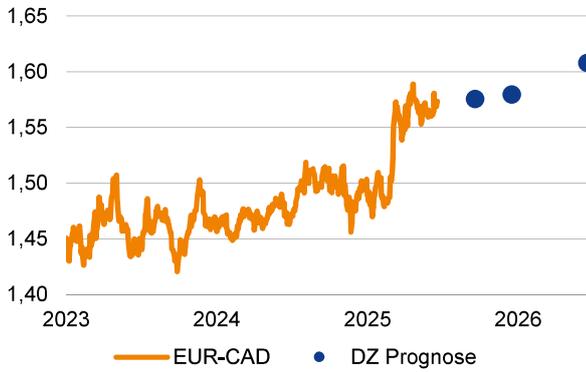
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



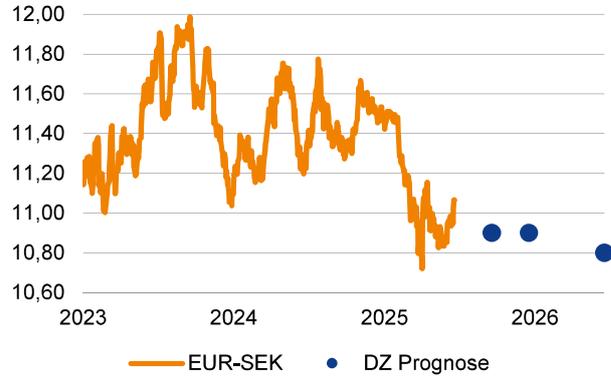
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



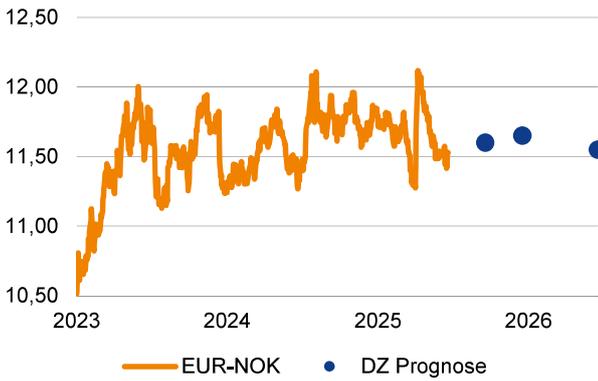
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



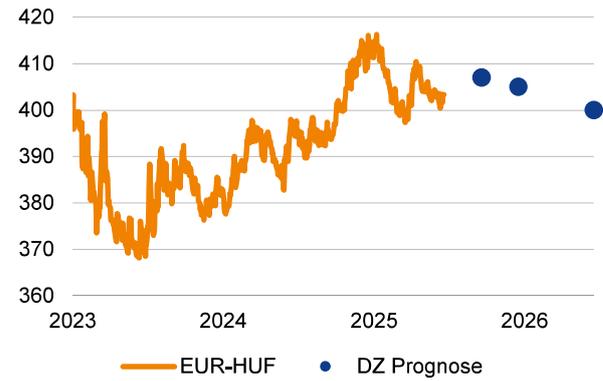
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



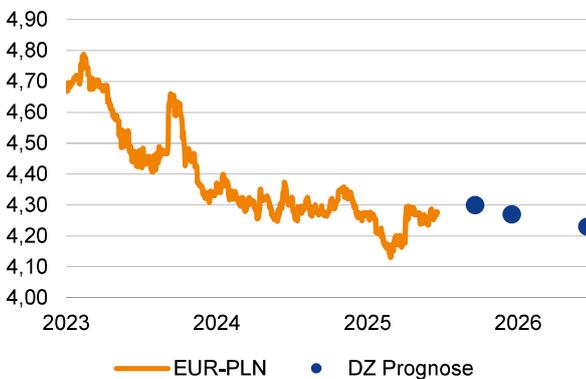
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



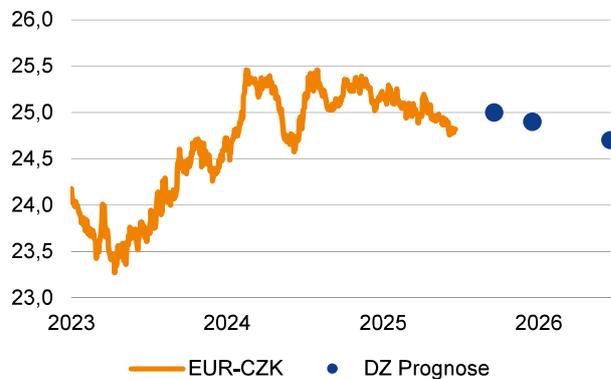
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



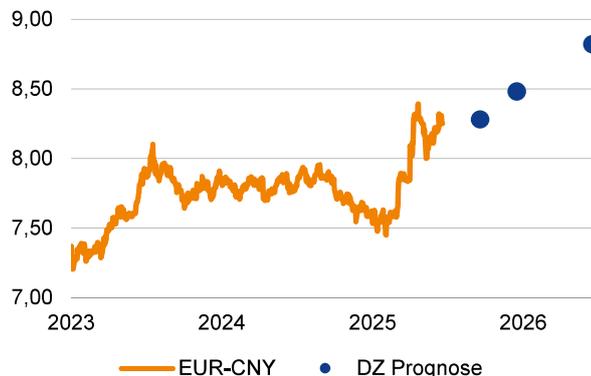
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



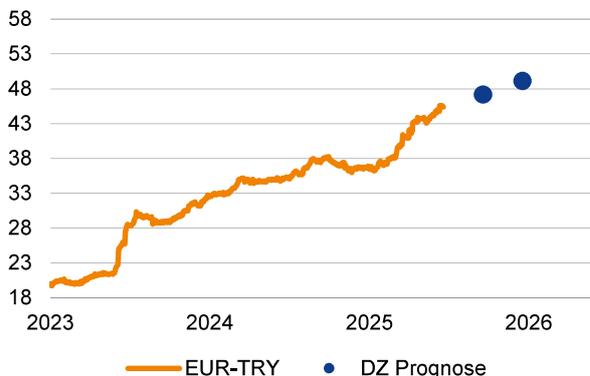
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



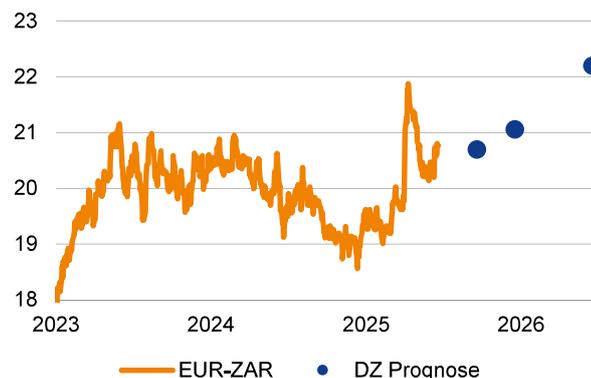
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



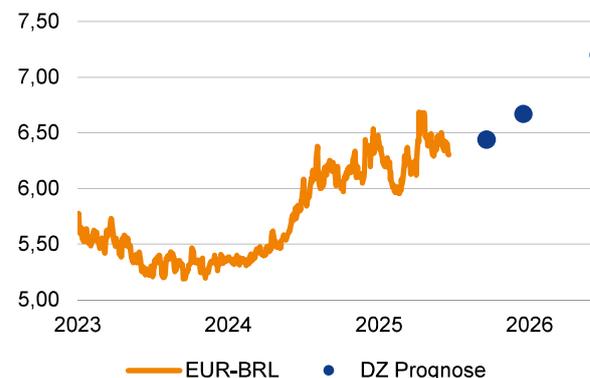
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

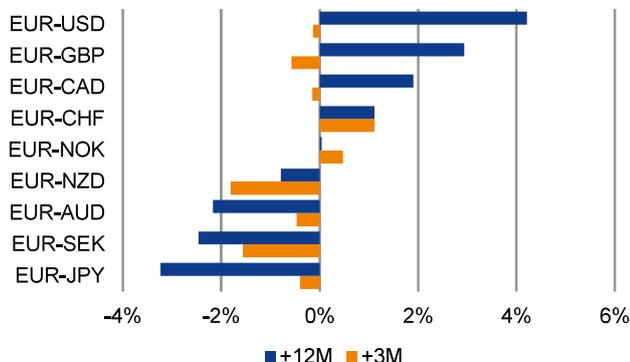
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

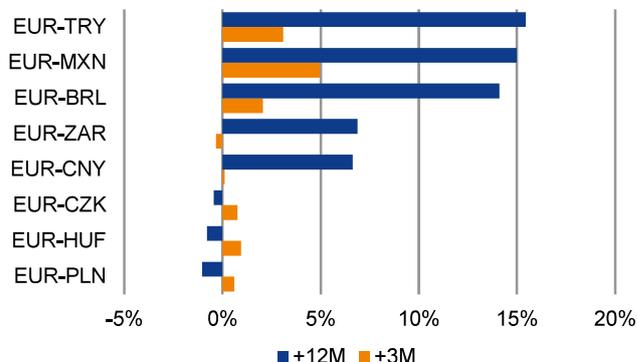
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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 | 1,1515 | 1,15 | 1,17 | 1,20 |
| EUR/GBP | 0,8549 | 0,85 | 0,86 | 0,88 |
| EUR/JPY | 167,41 | 167 | 164 | 162 |
| EUR/CHF | 0,9395 | 0,95 | 0,95 | 0,95 |
| EUR/AUD | 1,7777 | 1,77 | 1,72 | 1,74 |
| EUR/NZD | 1,9200 | 1,89 | 1,89 | 1,90 |
| EUR/CAD | 1,5779 | 1,58 | 1,58 | 1,61 |
| EUR/NOK | 11,55 | 11,60 | 11,65 | 11,55 |
| EUR/SEK | 11,07 | 10,9 | 10,9 | 10,8 |
| EUR/PLN | 4,2741 | 4,30 | 4,27 | 4,23 |
| EUR/CZK | 24,81 | 25,0 | 24,9 | 24,7 |
| EUR/HUF | 403,2 | 407 | 405 | 400 |
| EUR/TRY | 45,74 | 47,2 | 49,1 | 52,8 |
| EUR/ZAR | 20,77 | 20,7 | 21,1 | 22,2 |
| EUR/CNY | 8,2716 | 8,28 | 8,48 | 8,82 |
| EUR/BRL | 6,3095 | 6,44 | 6,67 | 7,20 |
| EUR/MXN | 21,91 | 23,0 | 24,0 | 25,2 |

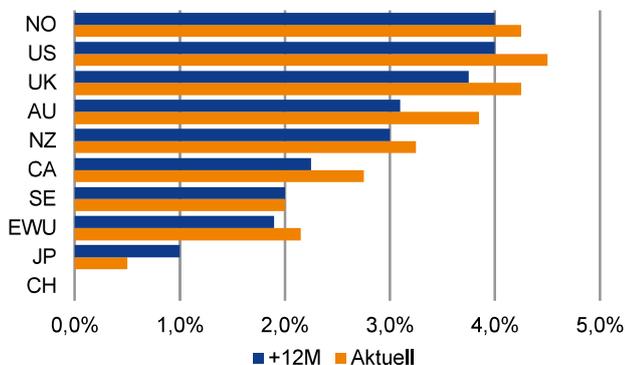
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

| | Aktuell | +3M | +6M | +12M |
|---------|---------|-------|------|------|
| EUR/USD | 1,1515 | 1,15 | 1,17 | 1,20 |
| GBP/USD | 1,3469 | 1,35 | 1,36 | 1,36 |
| USD/JPY | 145,38 | 145 | 140 | 135 |
| USD/CHF | 0,8159 | 0,83 | 0,81 | 0,79 |
| AUD/USD | 0,6478 | 0,65 | 0,68 | 0,69 |
| NZD/USD | 0,5997 | 0,61 | 0,62 | 0,63 |
| USD/CAD | 1,3703 | 1,37 | 1,35 | 1,34 |
| USD/NOK | 10,03 | 10,09 | 9,96 | 9,63 |
| USD/SEK | 9,62 | 9,5 | 9,3 | 9,0 |
| USD/PLN | 3,7118 | 3,74 | 3,65 | 3,53 |
| USD/CZK | 21,54 | 21,7 | 21,3 | 20,6 |
| USD/HUF | 350,1 | 354 | 346 | 333 |
| USD/TRY | 39,72 | 41,0 | 42,0 | 44,0 |
| USD/ZAR | 18,04 | 18,0 | 18,0 | 18,5 |
| USD/CNY | 7,1833 | 7,20 | 7,25 | 7,35 |
| USD/BRL | 5,4794 | 5,60 | 5,70 | 6,00 |
| USD/MXN | 19,03 | 20,0 | 20,5 | 21,0 |

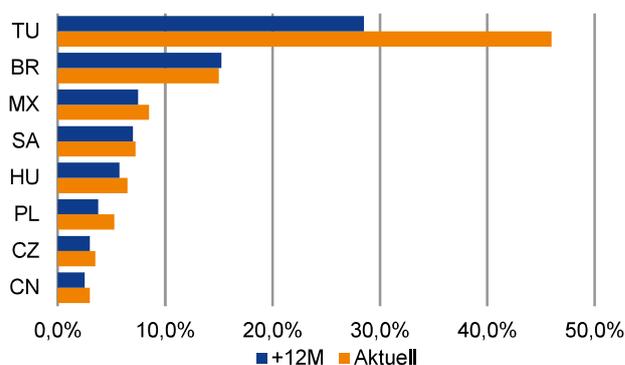
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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.) | 0,8 | 0,6 | 1,0 | 1,5 | 0,6 | 0,3 | 0,0 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 2,5 | 2,0 | 2,1 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 1,8 |
| 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 | 1,4 | 1,8 | 2,1 | 2,0 | 0,9 | 0,5 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 2,7 | 2,6 | 3,3 | 3,6 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -8,2 | -8,3 | -8,5 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -3,9 | -4,4 | -3,5 | | | | |
| Japan | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,2 | 0,8 | 0,6 | 1,6 | 0,8 | 0,5 | 0,1 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 2,7 | 2,8 | 1,8 | 3,8 | 3,3 | 2,5 | 1,8 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -3,6 | -2,4 | -1,2 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | 4,7 | 5,0 | 4,7 | | | | |
| Großbritannien | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 1,2 | 1,3 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 2,5 | 3,4 | 2,5 | 2,8 | 3,5 | 3,9 | 3,5 |
| 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.) | 1,0 | 1,2 | 1,3 | 2,1 | 1,2 | 0,8 | 0,6 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 1,1 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,0 | -0,1 | 0,1 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | 0,0 | 0,0 | 0,1 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | 6,4 | 7,5 | 8,2 | | | | |
| Australien | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,1 | 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 | 1,2 | 2,6 | -0,4 | 0,9 | 2,4 | 2,1 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 2,9 | 2,5 | 2,1 | 2,5 | 2,5 | 2,6 | 2,4 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -3,8 | -3,2 | -2,8 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -6,2 | -6,0 | -6,1 | | | | |
| Kanada | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,6 | 1,0 | 1,3 | 2,3 | 1,2 | 0,4 | 0,2 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 2,4 | 1,8 | 2,2 | 2,3 | 1,7 | 1,5 | 1,7 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -1,5 | -2,3 | -3,8 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -0,5 | -1,1 | -2,0 | | | | |
| Schweden | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,0 | 1,4 | 2,2 | 1,0 | 1,5 | 1,6 | 1,6 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 2,9 | 0,6 | 1,3 | 0,9 | 0,3 | 0,7 | 0,6 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -1,5 | -1,9 | -1,7 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | 7,5 | 5,4 | 5,2 | | | | |
| Norwegen | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 2,1 | -0,7 | 0,9 | -0,7 | -2,2 | -0,5 | 0,7 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 3,2 | 2,6 | 2,1 | 2,9 | 2,3 | 2,3 | 2,7 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | 13,2 | 11,2 | 9,4 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | 17,1 | 13,0 | 8,5 | | | | |

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 | 2,9 | 2,6 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,6 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 3,8 | 4,0 | 3,2 | 5,4 | 4,4 | 3,2 | 3,1 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -6,6 | -6,1 | -5,8 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | 0,2 | -0,7 | -0,7 | | | | |
| Ungarn | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,5 | 0,9 | 2,5 | -0,2 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 3,7 | 4,3 | 3,9 | 5,2 | 4,2 | 3,7 | 3,9 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -4,9 | -4,8 | -4,0 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | 2,3 | 1,6 | 0,9 | | | | |
| Tschechien | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,0 | 2,1 | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 1,8 |
| 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 | 3,7 | 1,4 | | | | |
| Türkei | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 3,3 | 2,7 | 2,2 | 2,0 | 2,8 | 3,5 | 2,4 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 60,0 | 36,2 | 20,7 | 39,7 | 37,9 | 35,4 | 31,7 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -5,1 | -3,9 | -2,0 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -0,9 | -2,1 | -2,1 | | | | |
| Südafrika | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,6 | 0,8 | 1,2 | 0,7 | 0,7 | 1,0 | 0,9 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 4,5 | 3,5 | 4,5 | 3,0 | 3,0 | 3,6 | 4,2 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -4,4 | -5,0 | -5,5 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -0,6 | -0,1 | -0,6 | | | | |
| 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 | -0,1 | 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 | 2,4 | 1,2 | 3,8 | 2,4 | 1,7 | 1,8 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 4,4 | 5,5 | 4,0 | 5,0 | 5,6 | 5,8 | 5,5 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | 8,5 | -8,7 | -9,9 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -2,8 | -3,2 | -2,6 | | | | |
| Mexiko | | | | | | | |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,2 | -0,3 | 1,0 | 0,6 | -0,1 | -1,2 | -0,3 |
| Inflation (in % gg. Vj.) | 4,7 | 3,9 | 3,6 | 3,7 | 4,2 | 3,8 | 4,0 |
| Budgetsaldo (in % des BIP) | -4,9 | -3,5 | -3,0 | | | | |
| Leistungsbilanz (in % des BIP) | -0,2 | -0,3 | -0,2 | | | | |

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 **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 Aktienindizes**
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 Währungsräume**
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind. **„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann. **„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann. **„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann. Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.
- 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten**
Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und **ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im 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 gecovered 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 Kurservartungen, 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 / Sustainabilitys

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 Sustainabilitys (Powered by Sustainabilitys) 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 |