



# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

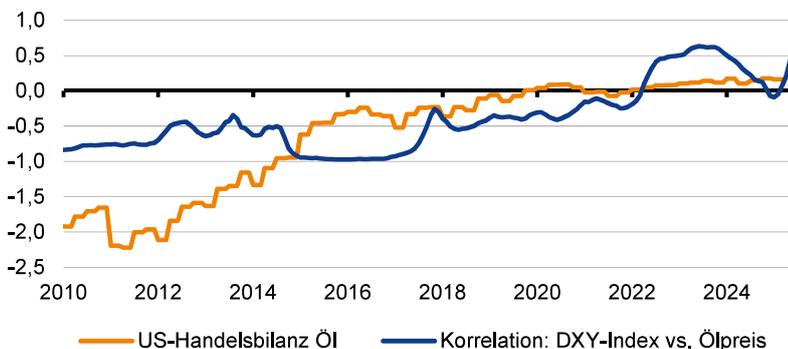
## Monthly

### Wenn alte Regeln brechen: positive USD-Öl-Korrelation?

Jahrzehntlang haben sich **Ölpreise und der US-Dollar in entgegengesetzte Richtungen entwickelt**. Als **treibender Faktor für diese negative bzw. inverse Korrelation** wird häufig angeführt, dass **80–90% des globalen Ölhandels in US-Dollar** abgewickelt werden. So macht ein stärkerer Dollar Rohöl für Käufer aus anderen Währungsräumen teurer, wodurch *ceteris paribus* die Nachfrage nach Öl und letztendlich der Ölpreis sinkt. Umgekehrt wird Öl für andere Länder durch einen schwächeren Dollar günstiger, sodass die Nachfrage und der Ölpreis steigen. In den letzten Jahren hat sich dieser inverse Zusammenhang allerdings abgeschwächt, **seit 2022 ist die Korrelation<sup>1</sup> zwischen dem USD und dem Ölpreis größtenteils positiv**. Ein wichtiger Grund hierfür dürfte der **Wandel der USA von einem Nettoimporteur zu einem Nettoexporteur** gewesen sein. Angesichts ihres immensen Ölverbrauchs waren die Vereinigten Staaten bis 2019 Nettoimporteur, wodurch steigende Ölpreise das Handelsbilanzdefizit verschärften. Doch die Schieferölrevolution ab 2008 sowie die Aufhebung des Verbots der Rohölexporte aus den USA Ende 2015 kehrte diese Dynamik um: seit 2019 sind die Vereinigten Staaten Nettoexporteur von Öl. Zudem haben die mit dem Ukraine-Krieg verbundenen Sanktionen gegenüber russischem Öl dazu geführt, dass sich mehr Länder mit ihrem Rohölbedarf von Russland ab- und den USA zuwenden. Ende 2022 bezog die EU beispielsweise erstmals mehr Rohöl aus den USA als aus Russland. Inwiefern sorgt die veränderte Rolle der USA aber für den mutmaßlichen Paradigmenwechsel bei der USD-Öl-Beziehung? **Investoren sehen steigende Ölpreise nicht mehr als mögliche Belastung für die US-Konjunktur, sondern in Erwartung höherer Exporteinnahmen sowie besserer Unternehmensgewinne bei US-Ölfirmen als ökonomischen Vorteil für die USA**. Sprich, höhere Ölpreise machen die US-Energieindustrie attraktiver für Investoren.

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

**Ölpreis und US-Dollar sind seit 2022 überwiegend positiv korreliert\***  
Handelsbilanz in % vom BIP; Wertebereich des Korrelationskoeffizient: -1 bis 1



Quelle: Bloomberg, DZ BANK; \*) Entwicklung des Korrelationskoeffizienten (36 Monate rollierendes Fenster)

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
21.8.2025 16:11 Uhr

## INHALT

|   |           |
|---|-----------|
| <b>G10 WÄHRUNGEN</b>  | <b>2</b>  |
| EUR: Die Luft wird dünner   | 2         |
| USA: Politisches Chaos – Investoren bleiben (noch) bei der Stange         | 3         |
| Japan: Handelspolitischer Durchbruch mit vielen Fragezeichen              | 5         |
| Großbritannien: Hundstage   | 6         |
| Schweiz: US-Zollshock stellt Wirtschaftsmodell der Schweiz auf die Probe  | 7         |
| Australien & Neuseeland: Überraschend „dovishe“ RBNZ belastet Kiwi-Dollar | 8         |
| Kanada: Bank of Canada (BoC) hat Zinssenkungsspielraum                    | 11        |
| Skandinavien: Zentralbanken lockern inflationsbedingt erstmal nicht       | 12        |
| Norwegens Regierung führt Zollverhandlungen mit den USA                   | 13        |
| <b>SCHWELLENLÄNDER</b>  | <b>14</b> |
| Osteuropa: Geldpolitik steht nach wie vor im Fokus                        | 14        |
| Türkei & Südafrika: TCMB senkt weiter, SARB „on hold“                     | 15        |
| China: Erneute Verlängerung im Zollstreit – Unsicherheit bleibt           | 17        |
| <b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>                        | <b>19</b> |
| <b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>   | <b>22</b> |
| <b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>                    | <b>23</b> |
| <b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>                     | <b>24</b> |
| <b>I. IMPRESSUM</b>   | <b>25</b> |

Editor:  
Mario Schimmels, ANALYST

<sup>1</sup> Die Berechnung des Korrelationskoeffizienten basiert auf einem rollierenden 36-Monate-Fenster.

## G10 WÄHRUNGEN

### EUR: Die Luft wird dünner

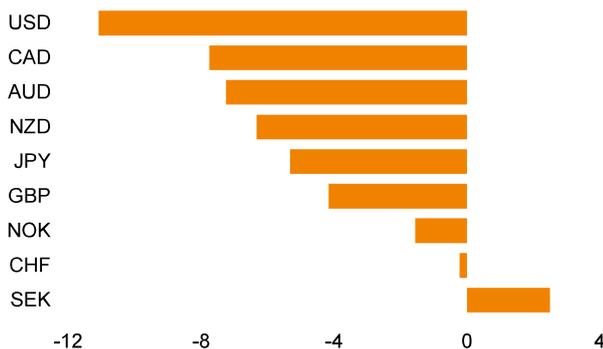
Die Daten aus der Eurozone bleiben weiterhin schwach und daran dürfte sich in den kommenden Wochen und Monaten zunächst wenig ändern. Die Euphorie nach dem Merz-Moment im Frühjahr ist schon lange in Ernüchterung umgeschlagen. Der Kanzler eilt in der Suche nach einer Lösung für die Ukraine von Gipfel zu Gipfel, an der Heimatfront tut sich derweil, zumindest scheinbar, wenig. Zwar gibt es die Initiative „Made in Germany“ und Pläne, Unternehmen steuerlich zu entlasten, wurden zumindest auf den Weg gebracht. Der große Wurf ist bislang jedoch (noch) nicht dabei. Dennoch konnte der **Euro seinen Wert weiter steigern und die im Frühjahr erzielten Gewinne sogar noch ausbauen – und zwar nicht nur gegenüber dem ohnehin angeschlagenen US-Dollar**. Tatsächlich ist es der Gemeinschaftswährung gelungen, seit Jahresanfang gegenüber fast allen anderen G10-Währungen an Boden gutzumachen.

Die solide Performance des Euros dürfte vor allem zwei Faktoren geschuldet sein: Zum einen der Hoffnung, dass die großangelegten Fiskalpakete der Regierung über Kurz oder Lang Wirkung zeigen werden und der Wachstumsmotor in Deutschland endlich wieder anspringt. Angesichts der zu **erwartenden fiskalpolitischen Impulse ist der Markt offenbar bereit, durch das aktuelle konjunkturelle Tal hindurch zu blicken**. Der zweite Faktor, der den Euro vor allem in den letzten Monaten unterstützt haben dürfte, ist die Erkenntnis, dass die EZB nun am Ende ihres Leitzinssenkungszyklus angekommen ist. Lediglich **einen abschließenden Zinsschritt erwarten wir im Herbst, danach dürfte die Notenbank erst einmal die Füße stillhalten**. Dies steht im Kontrast zu vielen anderen Zentralbanken, die noch mehrere Zinsschritte vor sich haben.

**Der Euro liegt in diesem Jahr unter den Top 3 der G10-Währungen**

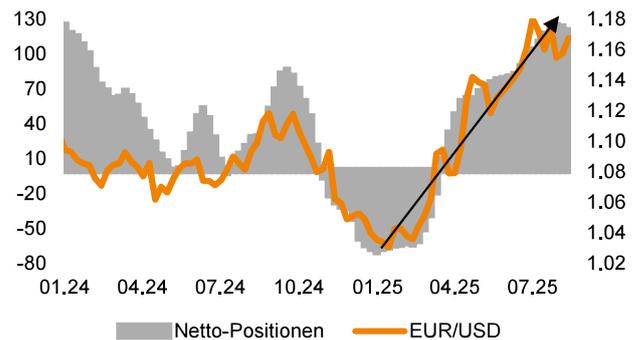
**Unterstützt wurde er von Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung und des nahenden Endes des EZB-Zinssenkungszyklus**

2025: Bislang das Jahr des Euros (und der schwedischen Krone)  
% Veränderung vs. EUR seit 1. Januar 2025



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Spekulativer Markt: Von Unter- zu Überhang  
Netto-Positionen (in '000 Kontrakten) (I.S.); EUR-USD (r.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung im nächsten Jahr und die Beendigung eines Leitzinssenkungszyklus (ohne die Perspektive bald folgender erster Zinserhöhungen) reichen normalerweise nicht aus, um einer Währung eine Top-3-Positionierung im Performance-Ranking zu verschaffen. In diesem Fall kommt jedoch hinzu, dass der **Markt vollkommen auf dem falschen Fuß erwisch wurde. Niemand hatte dem Euro viel zugetraut**. Der spekulative Markt ist mit einem signifikanten EUR-Short-Überhang in das Jahr gestartet und auch Analysten waren sich einig, dass kein signifikantes Aufwertungspotenzial bestand. **Doch die Kombination aus Trump (=Suche nach Alternativen zum Dollar) und Merz**

**Die EUR-Aufwertung hat den Markt auf dem falschen Fuß erwisch**

**(=plötzlicher konjunktureller Hoffnungsschimmer in Europa) hat alles geändert und dem Euro eine beeindruckende Rally ermöglicht.**

Dieser ausführliche Rückblick ist deshalb so wichtig, weil er unterstreicht, dass das **Aufwertungspotenzial des Euros aus eigener Kraft mittlerweile so gut wie ausgeschöpft sein sollte**. Das Ende des Zinssenkungszyklus ist voll eingepreist, die Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung sind ausgereizt und die Marktpositionierung nun schon seit geraumer Zeit deutlich im Netto-Long-Bereich. Dass die Luft für den Euro zunehmend dünn wird, ist auch daran gut zu erkennen, dass die **Währung es zuletzt nicht mehr geschafft hat, die Marke von 1,18 USD zu durchbrechen**, trotz mehrerer Anläufe. Kurzfristig wächst damit natürlich nun auch das Risiko, dass es zu einer erneuten Korrektur nach unten kommt. Angesichts des bereits erwähnten Überhangs an EUR-Long-Positionen könnte diese sich rasch beschleunigen. Für Investoren mit einem mittel- und längerfristigen Investitions-horizont könnte dies attraktive Einstiegsniveaus bieten.

**Das Aufwertungspotenzial des Euros aus eigener Kraft dürfte fast ausgeschöpft sein**

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

**USA: Politisches Chaos – Investoren bleiben (noch) bei der Stange**

Trump trifft sich mit Putin, Trump trifft sich mit Zelensky und Staatschefs aus der EU, Zelensky und Putin treffen sich (vielleicht)...der Reigen an Gipfeltreffen hält an, bislang leider ohne konkrete Erfolge. Immerhin redet man miteinander. Etwas Abwechslung vom politischen Geschehen zuhause tut Trump wahrscheinlich gut, denn der **kalifornische Gouverneur Gavin Newsom hat es sich offenbar zur Lebensaufgabe gemacht, Trump vom Thron zu stoßen**. Der neuste Clip auf Newsoms Social-Media-Kanälen erinnert an einen Trailer von „House of Cards“, hinter der Show steckt jedoch bitterer Ernst. Nachdem die Republikaner in Texas eine Neuordnung der Wahlbezirke angeregt hatten (um so bis zur Midterm-Election im kommenden Jahr fünf zusätzliche Sitze zu gewinnen), will Newsom dies nun auch in Kalifornien versuchen. Allerdings sollen die Wähler zuerst ihre Zustimmung geben. Ob Newsom, der fraglos gerade seine Kandidatur für 2028 vorbereitet, Trump wirklich gefährlich werden kann, bleibt abzuwarten. Aber der Widerstand gegen Trump wird merklich lauter.

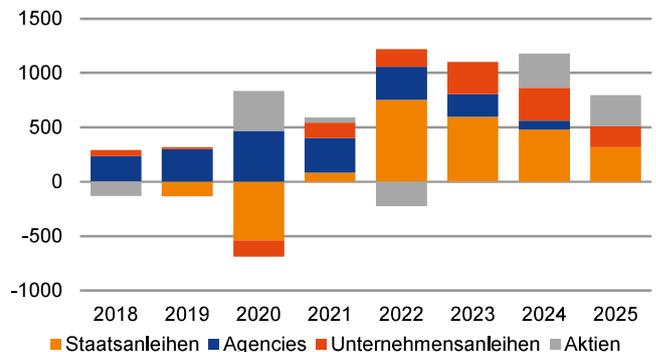
**Trump steht innenpolitisch unter neuem Druck**

**Aktuelle Wett-Favoriten für den Fed-Posten**  
% Wahrscheinlichkeit



Quelle: [www.polymarket.com](http://www.polymarket.com)

**Ausländische Käufe von US-Assets: Weiterhin stark**  
In Mrd. USD (Daten für 2025 bis inkl. Juni)



Quelle: Bloomberg, US Treasury, DZ BANK

Für den Dollar sind dies bislang eher noch Nebenschauplätze, er hat sich in den vergangenen Wochen vor allem mit **Trumps Umgang mit der Fed** beschäftigt. Stephen Miran hat die Vertretung für Adriana Kugler übernommen, bis Januar muss jedoch ein permanenter Ersatz gefunden sein. **Derzeit wird Christopher Waller als Favorit gehandelt, gefolgt von Kevin Hasset und Kevin Warsh.** Waller und Warsh wären aus Sicht des Marktes sicherlich vorzuziehen, da beide bereits Fed-Gouverneursposten innehaben bzw. hatten. Doch egal wer von den derzeitigen Kandidaten den Zuspruch bekommt, der **geldpolitische Rat wird im Laufe der kommenden zwölf Monate zunehmend zu einem Taubenschlag werden.** Das damit verbundene Potenzial für aggressivere Zinssenkungen hat den Dollar phasenweise deutlich belastet.

**Fed im Visier des US-Präsidenten**

Dennoch ist es dem Dollar in den vergangenen zwei Monaten gelungen, sich wieder auf etwas höheren Niveaus zu stabilisieren. Angesichts der vielfältigen Belastungsfaktoren, denen sich die US-Währung derzeit ausgesetzt sieht, ist dies eigentlich erstaunlich. Die Vermutung liegt nah, dass dies zumindest zum Teil auf Gewöhnungseffekte zurückzuführen ist. **Wohl oder übel haben wir uns an die erratische Politik aus dem Weißen Haus gewöhnt.** Und allen Hiobsbotschaften zum Trotz ist eine Kapitalflucht aus den USA bislang ausgeblieben. Dies zumindest zeigen die jüngsten Portfolioflow-Daten aus den USA.

**Dollar zuletzt überraschend robust**

- » Im Juni haben ausländische Investoren fast 200 Mrd. USD an amerikanischen Wertpapieren gekauft. Das reicht zwar nicht ganz an den im Mai erzielten Rekordwert von 325 Mrd. USD heran, ist aber dennoch äußerst solide.
- » **In der ersten Jahreshälfte summierten sich ausländische Käufe von US-Wertpapieren bereits auf 800 Mrd. USD,** was fast 70% des Gesamtwertes des vergangenen Jahres entspricht.
- » Besonders beeindruckend ist die nach wie vor **sehr hohe Nachfrage nach US-Staatsanleihen.** Zwar war hier im Juni tatsächlich ein kleiner Kapitalabfluss von 5 Mrd. USD zu verbuchen, in den ersten sechs Monaten des Jahres belaufen sich die Nettokäufe aber immer noch auf 320 Mrd. USD.

**Bislang keine Anzeichen einer Kapitalflucht aus den USA**

Die Daten zeigen eindrucksvoll, dass Investoren aus dem Ausland weiterhin nicht um dem US-Markt herumkommen. Von einer Abkehr vom USD kann also zumindest bislang keine Rede sein. Dies schützt den Dollar sicherlich nicht vor einer Abwertung, **doch die solide Nachfrage nach US-Assets bleibt weiterhin ein struktureller Faktor, der den Dollar *ceteris paribus* unterstützt.**

**Auslandsnachfrage nach US-Assets als struktureller Unterstützungsfaktor**

In den kommenden Wochen wird weiterhin das Thema Geldpolitik im Fokus stehen, nicht nur die Neubesetzung der vakanten Stelle, sondern auch **die Frage, wann und wie schnell die Fed erneut an der Zinsschraube dreht.** Derzeit preist der Markt insgesamt fünf Zinssenkungen auf Sicht von 12 Monaten ein, eine Sichtweise, die wir teilen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die **Fed nach zwei weiteren Zinssenkungen in diesem Jahr erst mal eine Pause einlegt und erst nach dem Abschied Powells weitermacht.** Aus Sicht des Dollars liegt das größere **Überraschungspotenzial sicherlich in einem vorsichtigeren Vorgehen der Fed –** womit natürlich die Inflations- und Arbeitsmarktzahlen nun stark im Fokus stehen. Wir gehen davon aus, dass EUR-USD zunächst keinen weiteren ernsthaften Anlauf auf die Marke von 1,18 USD nehmen wird.

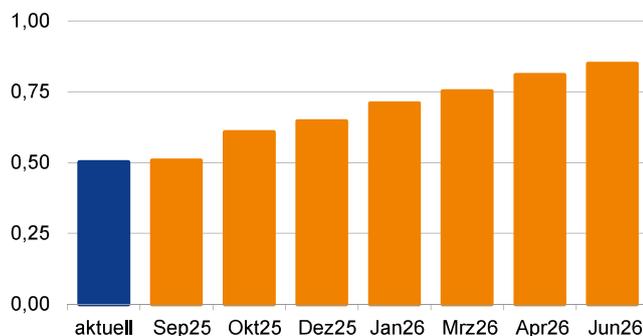
**Wir gehen nicht davon aus, dass EUR-USD kurzfristig deutlich höher notieren wird**

## Japan: Handelspolitischer Durchbruch mit vielen Fragezeichen

["Das größte Handelsabkommen in der Geschichte"](#) ... so hat der US-Präsident die erzielte Einigung mit Japan bezeichnet. Das ist selbst für Trumps Maßstäbe eine hoch gegriffene Wortwahl. Ein unbestreitbarer Durchbruch ist die Vereinbarung, dass Japans Zölle nicht wie angedroht zum 1. August erhöht, sondern auf einen **Basis-satz von 15% festgelegt wurden**. Die Liste der Gegenleistungen, die Japan für dieses Entgegenkommen erbringen muss, ist ebenso lang wie schwammig. Es scheint **nur eine Frage der Zeit, bis die unterschiedlichen Interpretationen des Deals das (Handels-)Klima zwischen den Großmächten wieder empfindlich stört**. Ein zentraler Punkt ist die Einrichtung eines Investitionsfonds über 550 Mrd. USD. Die Details dieses Fonds sind völlig unklar, das Weiße Haus und Japans Premier Ishiba haben offenbar sehr unterschiedliche Vorstellungen von Funktionsweise und Finanzierung. Ginge es nach Trump, würde Japan 550 Mrd. USD „echtes Geld“ in den USA investieren, und von den erzielten Gewinnen blieben 90% in den USA. Japan denkt offenbar an eine Mischung aus Investitionen, Krediten und Kreditgarantien, doch selbst dann klingt der genannte Wert völlig utopisch. **Um das 550-Mrd-USD-Investitionsziel zu erreichen, bedarf es einiger Taschenspieler-tricks**, beispielsweise indem längst zugesagte oder sogar getätigte Investitionen einbezogen werden, indem auch Zusagen für langfristige Projekte (>2030) gelten oder indem sogar reine Finanzbeteiligungen an längst existierenden Fabriken zählen. **Doch bevor sich diese Erkenntnis durchsetzt, stehen zwei Dinge im Vordergrund: Japan bleiben die erhöhten Zölle erspart und Trump kann seinen Wählern einen weiteren (vermeintlichen) Sieg präsentieren.**

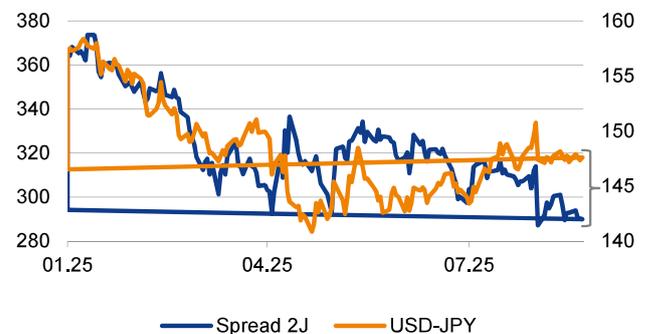
**Handelsabkommen mit den USA als wichtiger Durchbruch für Japan**

**Bank von Japan auf Kurs zur nächsten Zinserhöhung**  
Leitzinsen: eingepreistes Niveau für BoJ-Sitzungstermine, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Zinsdifferenz als zentraler FX-Faktor – da ist noch Luft**  
Spread Staatsanleihen USA vs. Japan 2J, in Bp (l.S.) und USD-JPY (r.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auch für die Bank von Japan (BoJ) sind Hürden aus dem Weg geräumt. Das Handelsabkommen hat einen zentralen Unsicherheitsfaktor für Japans Konjunktur aus dem Weg geräumt, so dass sich die Währungshüter jetzt wieder auf die Inflation konzentrieren können. Auch die überraschend positiven BIP-Daten für das zweite Quartal lindern Sorgen: **Trotz der Widrigkeiten und zollbedingten Unsicherheit konnte Japans Wirtschaft um 1,0% (Q/Q annualisiert) zulegen**, was weit oberhalb der Konsensschätzung von 0,4% lag. Zudem wurde das negative Vorquartal deutlich auf +0,6% nach oben revidiert. Das schützt nicht vor der zu erwartenden Abkühlung in den kommenden Quartalen, unterstreicht aber, dass sich Konsum- und Investitionsbereitschaft bislang als widerstandsfähig zeigen. **Wir halten eine Fortsetzung der geldpolitischen Straffung im Jahresverlauf für unausweichlich.** Die Zinserhöhungen der BoJ werden weiterhin vorsichtig und

**BoJ auf Zinserhöhungskurs**

moderat erfolgen; im direkten Kontrast zu den Zinssenkungen bzw. Senkungsspekulationen in den USA wirken sie aber umso stärker und sollten ihre Spuren in USD-JPY hinterlassen.

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

## Großbritannien: Hundstage

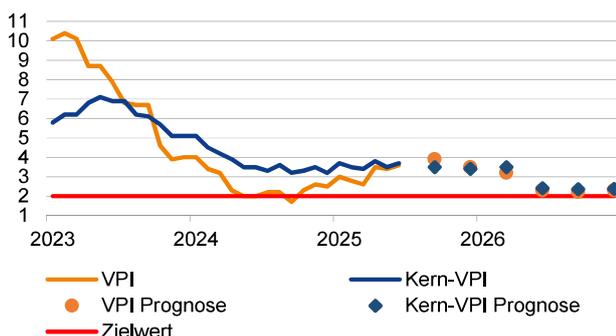
Nach einem guten Start ins Jahr 2025 wurde bereits vermutet, dass sich die Konjunktur in Q2 abgeschwächt haben könnte. Die BIP-Daten für das Quartal bestätigten dies nun: Die Wachstumsrate ging von 0,7% (Q/Q) in Q1 auf 0,3% (Q/Q) in Q2 zurück. Gegenüber dem Vorjahr verringerte sich das Wachstum von 1,3% auf 1,2%. Dabei entwickelte sich die Industrieproduktion schwach, und **auch im Dienstleistungssektor scheint die Dynamik abzuklingen**. Solche Nachrichten hatte sich die Regierung – die mit dem Versprechen angetreten war, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln – nicht gerade erhofft. Infolge der Konjunkturverlangsamung sowie der Erhöhung der von den Arbeitgebern zu entrichtenden Sozialversicherungsbeiträge ist die **Arbeitslosenquote von 4,5% im März auf 4,7% im Juni angestiegen**, und die Zahl der Beschäftigten mit einem festen Arbeitsvertrag ist seit Februar stetig gesunken.

Normalerweise würde die Konjunkturabschwächung der Bank of England wohl signalisieren, dass sie die Zinsen kräftig senken solle, um der Wirtschaft damit geldpolitische Impulse zu geben. Aber die Inflation liegt derzeit deutlich über dem Zielwert: Die Bank of England (BoE) befürchtet, dass sie sich **im Früherbst auf 4% (also beträchtlich über dem Zielwert von 2% J/J) beschleunigen** und innerhalb des Prognosezeitraums von zwei Jahren eventuell nicht zum Zielwert zurückkehren wird. **Damit spricht wenig für weitere Lockerungen der Geldpolitik im Jahr 2025, wenngleich sie nicht vollständig ausgeschlossen sind**. Bei der bisher letzten BoE-Sitzung wurden die Zinsen zwar mit einer knappen Mehrheit von 5:4 noch einmal um 25 Bp. gesenkt, aber erst nach einer zweiten Abstimmungsrunde, was noch nie vorgekommen ist. In jedem Falle **dürfte die BoE mit dem nächsten Zinsschritt warten, bis der nächste Haushalt vorgestellt wurde**. Normalerweise erfolgt dies Ende Oktober oder Anfang November (2024 am 30. Oktober); die Schatzkanzlerin dürfte das Datum jedoch sowohl unter politischen als auch unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten festlegen.

### Die Konjunktur lahmt

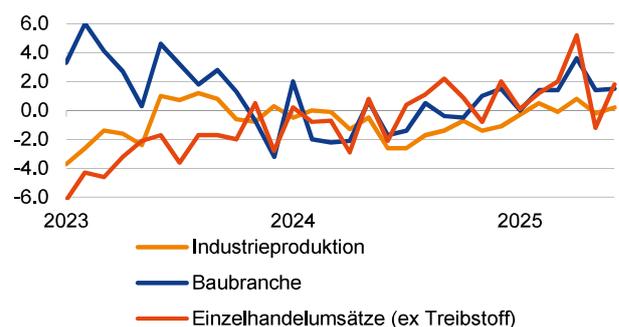
### Hohe Inflation schränkt Zinssenkungsspielraum der BoE bei Konjunkturverlangsamung ein

**Inflation dürfte sich im September erneut beschleunigen, was die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinssenkung der BoE verringert**  
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

**Realwirtschaft bei weitem nicht in robuster Verfassung**  
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Da die BoE bis in den Herbst hinein stillhalten dürfte und mit den USA ein (wenn auch unvollkommenes) Handelsabkommen geschlossen wurde, sind nur wenige binnenwirtschaftliche Faktoren zu erkennen, die dem Pfund Sterling in den kommenden ein bis zwei Monaten eine neue Richtung geben könnten. Dennoch besteht im Rest des Jahres ein gewisser Aufwertungsspielraum gegenüber dem USD. Zwar rechnen wir **nicht mit einer besonders guten Entwicklung der britischen Wirtschaft. Andererseits könnten mehr Zinssenkungen der Fed erfolgen als noch im vergangenen Monat erwartet.** Weniger günstig ist das Bild für EUR-GBP, denn die EZB ist dem Ende des Zinssenkungszyklus nahe und für 2026 wird eine Konjunkturbelebung erwartet. Daher ist mit einer Seitwärtsbewegung des Wechselkurses zu rechnen.

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

**Kurzfristig nur wenige Faktoren zu erkennen, die dem Pfund Sterling eine neue Richtung geben könnten**

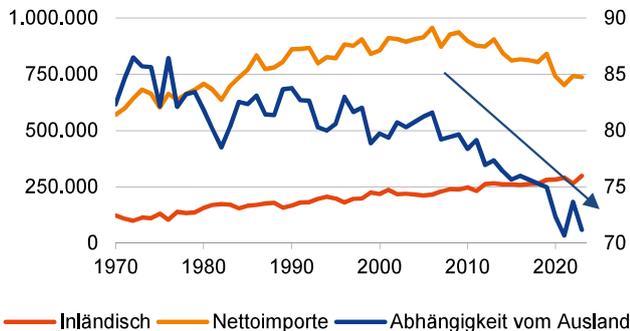
### Schweiz: US-Zollshock stellt Wirtschaftsmodell der Schweiz auf die Probe

Auch drei Wochen nach dem unerwarteten US-Zollshock hat sich die Fassungslosigkeit über den absurd hohen 39% Zollsatz noch nicht gelegt. **Damit hat die Schweiz den mit Abstand höchsten Wert unter den Industrieländern** auferlegt bekommen, der das über Jahrzehnte gewachsene Wirtschaftsmodell des Landes auf die Probe stellt. **Die Zollbelastung ist so hoch, dass sie für einige Güter einem Prohibitivzoll gleichkommt** (=der Preisanstieg ist so massiv, dass der Handel praktisch zum Erliegen kommt). **Bei anderen Produkten ist die Nachfrage dagegen nur wenig preissensitiv**, beispielsweise bei Luxusuhren oder hochspezialisierten Medizingeräten. Ungeschoren dürfte der schweizerische Außenhandel sicher nicht davon kommen, die **Erfahrungen mit dem extrem hoch bewerteten Franken der letzten Jahre zeigen aber, dass sich Schweizer Produkte ihren Platz im Weltmarkt nicht über den Preis erkämpfen.** Eine Abwärtsrevision unserer Wachstumsprognose lässt sich dennoch nicht vermeiden; insbesondere vor dem dritten und vierten Quartal 2025 sollte ein Minus in der Quartalsrate stehen. Eine zentrale Rolle werden die Hilfspakete der Regierung in Bern spielen, die den betroffenen Unternehmen bereits **fiskalpolitische Unterstützung** zugesagt hat. Im Gespräch sind u.a. Kurzarbeitsentschädigungen und Liquiditätshilfen für Überbrückungskredite. **Der Spielraum für geldpolitischen Stimulus ist dagegen nahezu ausgereizt.** Die Schweizerische Nationalbank (SNB) dürfte zwar im September eine weitere Leitzinssenkung auf dann minus 0,25% vornehmen, die wir bislang nicht in unserer Prognose hatten. **Die Rückkehr zur Negativzinspolitik hat aber zahlreiche unerwünschte Nebenwirkungen, ohne dass ein effektiver Wachstumsimpuls von ihr ausgehen würde, so dass es sich dabei eher um Symbolpolitik handelt.**

**Handelspolitische Fassungslosigkeit in der Schweiz**

### Schweizer Energieversorgung macht US-Energieimporte als Teil eines Handelsabkommens unglaublich

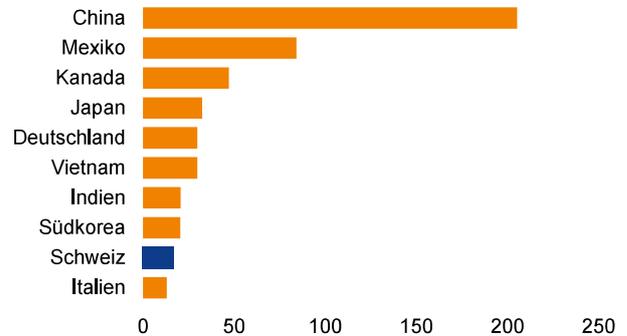
Nutzung von Energieträgern, in Terajoule (I.S.) und in % (r.S.)



Quelle: BfS, DZ BANK

### Schweiz mit hoher Zollbelastung trotz geringer Größe der Wirtschaft

Geschätzte jährliche US-Zolleinnahmen, in Mrd. USD



Quelle: Global Trade Alert, DZ BANK

Das effektivste Hilfsmittel wäre eine handelspolitische Annäherung zwischen der Schweiz und den USA; diese ist aber derzeit nicht in Sicht. **Die Chancen auf eine schnelle Deeskalation stehen aus mehreren Gründen schlecht.** Die Schweiz steht auf der Prioritäten-Liste der USA ziemlich weit hinten. Trumps Vermittlungsversuche zwischen Russland und der Ukraine fordern seine ganze Aufmerksamkeit, und die Schweiz hat weder Drohmittel noch Lockstoffe zu bieten. Weder sind die Schweizer Güter unersetzlich (wie beispielsweise Seltene Erden aus China) noch ist das Handelsvolumen aus Sicht der USA groß genug, um Gegenzölle als glaubhafte Vergeltungskulisse anzudrohen. Die Alpenrepublik hat auch **wenig als „Opfergabe“ anzubieten.** Abgesehen vom stark abgeschirmten Agrarsektor hat die Volkswirtschaft einen sehr hohen Öffnungsgrad; die **Reduzierung eigener Zölle** gegen die USA kann also (anders als bei der EU) nicht Teil eines Deals sein. Den Schweizer Agrarsektor zu liberalisieren und für US-Güter zu öffnen, dürfte innenpolitisch kaum durchsetzbar sein. Ein **Versprechen höherer Energieimporte** aus den USA wäre nicht glaubwürdig, da die Schweiz gar nicht über die erforderliche Infrastruktur für LNG-Einfuhren verfügt und zudem ihre Abhängigkeit von ausländischen Energieimporten auf ein historisches Tief reduziert hat. Zum Schlüssel könnte die Rolle der Schweizer Pharmaindustrie werden; die Ankündigung sektoraler Zölle steht noch immer aus. **Ein geschickt formuliertes Angebot zur Senkung der Medikamentenpreise in den USA könnte Trumps Zollwut vielleicht besänftigen.** Auf die Preisgestaltung der privaten Unternehmen kann die Schweizer Regierung jedoch keinen direkten Einfluss nehmen, sondern nur hoffen, dass die Drohkulisse sektoraler Zölle wirkt. Der Schweizer Franken bleibt vorerst hin- und hergerissen zwischen der neuen konjunkturellen Belastung und seiner etablierten Rolle als globaler Sicherer Hafen.

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

**Die Schweiz hat Trump wenig für einen „Big Deal“ anzubieten**

### Australien & Neuseeland: Überraschend „dovische“ RBNZ belastet Kiwi-Dollar

Nachdem die australische Notenbank (RBA) ihren Leitzins im Juli überraschend unverändert gelassen hatte, wodurch der australische Dollar kurzfristig Auftrieb erhielt, war für viele Marktteilnehmer eine Zinssenkung im August nahezu in Stein gemeißelt. Der RBA-Rat wollte insbesondere sehen, dass der zugrunde liegende Preisdruck weiter nachlässt. Und tatsächlich **bestätigten die Inflationsdaten für**

**Inflationsrückgang ebnet Weg für RBA-Zinssenkung**

**das zweite Quartal den allgemeinen Disinflationstrend:** So sank die Trimmed-Mean-Inflation, die von der RBA präferierte Kernrate, auf 2,7% von zuvor 2,9% (je J/J). Die Gesamtinflationsrate, die allerdings nach wie vor durch staatliche Energierabatte verzehrt ist, war sogar stärker als marktseitig erwartet rückläufig. Folglich sprach nichts mehr gegen eine Zinssenkung, sodass die **RBA den Leitzins im August um 25 Bp auf 3,60% zurücknahm.**

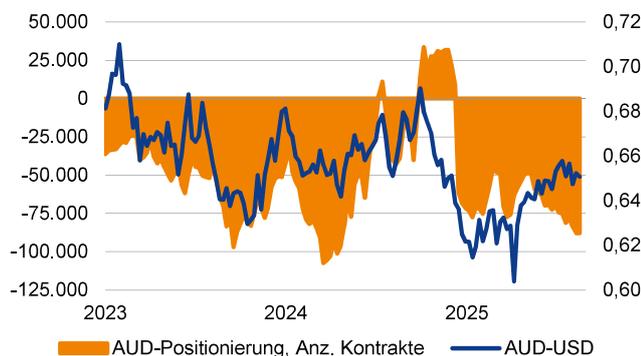
**RBA-Gouverneurin Bullock** schlug bei der anschließenden Pressekonferenz einen für ihre Verhältnisse **ungewöhnlich „dovishen“ Tenor** an, was den australischen Dollar dennoch kaum unter Druck setzte. So sagte Bullock, dass **„noch einige“ Lockerungsschritte erforderlich sein würden, um die neuesten Projektionen der Stabsmitarbeiter zu erreichen.** Der zweite Grund, weshalb wir die Zinsentscheidung tendenziell als „dovish“ interpretieren, betrifft tatsächlich die Anpassung der Projektionen: Australien hat bekanntlich seit einigen Jahren mit einer schwächelnden Produktivität zu kämpfen. Das **durchweg schwächer als erwartet ausgefallene Produktivitätswachstum** hat die RBA nun dazu veranlasst, nicht nur die Annahme für eben dieses Wachstum nach unten zu korrigieren. Als direkte Folge wurden sowohl die **Schätzung für das Potenzialwachstum als auch die Wachstumsaussichten über den gesamten Prognosehorizont der RBA nach unten korrigiert** (weil die Produktionslücke definiert als Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem BIP unverändert ist, hat dies *ceteris paribus* keine Implikationen für die Inflationsaussichten der RBA). Zwar argumentierte die Notenbank, dass ihre Schätzungen des neutralen Leitzinses auf historischen Daten basieren, sie wies jedoch auch darauf hin, dass ein niedrigeres potenzielles BIP-Wachstum den neutralen Leitzins theoretisch ebenfalls senkt. Angesichts eines immer noch robusten Arbeitsmarktes und aufgrund der Tatsache, dass die RBA im Gegensatz zu den meisten anderen G10-Notenbanken einen weniger aggressiven Erhöhungszyklus in den Jahren 2022/2023 durchgeführt hatte, **rechnen wir nach wie vor mit lediglich zwei verbleibenden Zinssenkungsschritten à 25 Bp bis zu einer Terminal Rate von 3,10%** (voraussichtlich im November sowie im Februar).

**RBA-Zinsentscheidung wirkt insgesamt „dovish“**

**Schwächelnde Produktivität führt zu Anpassung der BIP-Projektionen der RBA**

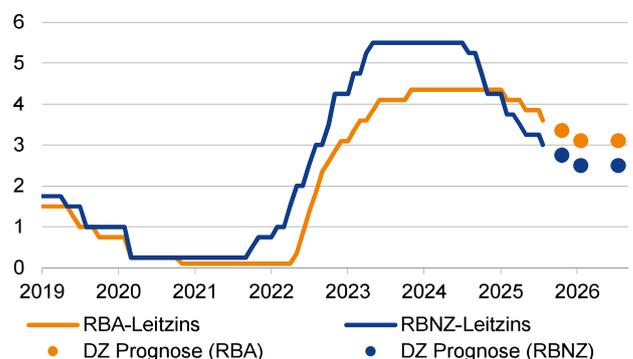
**DZ BANK Research erwartet weiterhin zwei Zinssenkungen bis auf ein Leitzinsniveau von 3,10%**

**AU: Massiver AUD-Short-Überhang bei der spekulativen Positionierung könnte bald Short Squeeze auslösen**  
AUD-Positionierung, Anz. der Kontrakte (L.S.); AUD-USD (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**NZ: RBNZ mit wesentlich aggressiverem Zinssenkungszyklus als RBA**  
Leitzinsen sowie DZ-Prognosen, jeweils in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was das BIP-Wachstum betrifft, so **deuten verschiedene Indikatoren auf eine zunehmende konjunkturelle Dynamik im zweiten Quartal hin** (Veröffentlichung: 3. September): So sind die realen Konsumausgaben im zweiten Quartal vor dem Hintergrund einer anhaltenden Verbesserung der Realeinkommen um 0,7% (Q/Q) gestiegen, aber auch die positive Entwicklung des Composite-Einkaufsmanager-indexes deutet auf ein stärkeres Wachstum im Vergleich zum ersten Quartal hin.

**Frühindikatoren deuten auf stärkeres BIP-Wachstum in Q2 hin**

**Das DZ BANK Research rechnet insgesamt mit einem BIP-Wachstum von 0,4% (Q/Q) bzw. 1,5% (J/J).**

Angesichts der weiterhin bestehenden globalen Unsicherheiten dürfte sich der **australische Dollar** wie bereits in den letzten drei Monaten zunächst seitwärts bewegen. Anschließend dürfte er sowohl vom **Auspreisen der unseres Erachtens zu aggressiven marktseitigen Zinssenkungsfantasien** sowie von der **zunehmenden konjunkturellen Dynamik in Australien profitieren (+12M: 0,68 USD)**. Betrachtet man zudem die spekulative AUD-Positionierung, so dürfte der **Abbau des massiven AUD-Short-Überhangs ebenfalls stützend auf den „Aussie“ wirken**. Dies sollte der Fall sein, wenn Marktteilnehmer die Abwärtsrisiken des australischen Dollars als vernachlässigbar einschätzen oder wenn sich dieser, wovon wir ausgehen, demnächst in einem Aufwärtstrend befindet.

Neuseeland hat nun ebenfalls die erratische (Zoll-)Politik Trumps zu spüren bekommen. Seit zwei Wochen sind **US-Importe aus Neuseeland mit einem höheren Zollsatz von 15% anstatt 10% versehen**, obwohl Neuseeland nur einen verschwindend geringen Handelsüberschuss mit den USA ausweist. Der neuseeländische Handelsminister Todd McClay sagte, der Überschuss sei „wirklich nicht signifikant“ und könne durch Großposten wie Flugzeuge schwanken (tatsächlich erwägt die nationale Fluggesellschaft Air New Zealand sogar solche Anschaffungen) – dennoch eine scheinbar rote Linie für das Weiße Haus. Premierminister Luxon rechnet inzwischen nicht mehr mit einer Reduzierung des Zollsatzes und so muss sich die neuseeländische Konjunktur wohl auf etwas stärkeren Gegenwind einstellen, schließlich sind die USA nach China der zweitwichtigste Absatzmarkt für Neuseeland. Doch schon im vergangenen Quartal dürfte die neuseeländische Konjunktur unter der durch die US-Zollpolitik verursachten globalen Unsicherheit gelitten haben, darauf deuten sämtliche Wirtschafts- und Frühindikatoren hin (Kreditkartenumsätze, Außenhandelszahlen, Einkaufsmanagerindizes). Wir haben unsere BIP-Prognose Neuseelands sowohl für das vergangene und als auch für das laufende Quartal etwas nach unten revidiert, ab dem vierten Quartal rechnen wir vor dem Hintergrund weiterer Zinssenkungen wieder mit einer verbesserten Wirtschaftsdynamik. **Insgesamt sollte die neuseeländische Wirtschaft in diesem Jahr mit +1,2% (J/J) dennoch relativ solide wachsen, in 2026 rechnen wir dann mit einem starken Wachstum von 2,4% (J/J).**

Auf geldpolitischer Ebene hat die **Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) im August wie marktseitig erwartet ihre Zinszügel um 25 Bp auf aktuell 3,00% gelockert**. Allerdings ist die Zinsentscheidung der Notenbank wohl noch „dovisher“ als die der australischen Nachbarin einzuordnen, der Kiwi-Dollar wertete im Vergleich zu Euro und US-Dollar infolge der Sitzung um mehr als 1% ab. So stimmten einerseits zwei der sechs stimmberechtigten Ratsmitglieder für eine 50-Bp-Zinssenkung, andererseits signalisieren die neuen Projektionen für die Cash Rate nun noch zwei weitere Lockerungsschritte. Für RBNZ-Gouverneur Hawkesby, der den Vorsitz der RBNZ nach dem überraschenden Rücktritt von Adrian Orr übergangsweise leitet, schien es hinsichtlich weiterer Zinssenkungen in der Pressekonferenz nicht um die Frage „ob“, sondern um die Frage „wann“ zu gehen. Die **jüngste Abwärtsrevision unserer BIP-Prognose sowie die „dovishe“ Zinsentscheidung haben wir zum Anlass genommen, ebenfalls unsere Leitzinsprognose anzupassen**: So rechnen wir bei den kommenden Zinsentscheidungen **im Oktober und November jeweils mit Zinssenkungen um 25 Bp**, sodass die Geldpolitik mit einem Leitzinsniveau von 2,50% dann expansiv ausgerichtet sein wird (der neutrale Leitzins wird von der RBNZ derzeit auf 2,9% geschätzt). Was die Inflation betrifft, so dürfte diese im laufenden Quartal vor dem

**AUD sollte auf 12M-Sicht weiterhin höher notieren**

**Neuseeland überraschend mit höherem US-Zollsatz von 15% konfrontiert**

**BIP-Prognose für 2025 nach unten revidiert**

**RBNZ hat Leitzins um weitere 25 Bp auf aktuell 3,00% gesenkt**

**Revidierte BIP-Prognose und "dovishe" RBNZ-Zinsentscheidung sprechen für Zinssenkungen in den expansiven Bereich**

Hintergrund steigender Lebensmittelpreise (v.a. von Milch- und Fleischprodukten) zwar noch einmal leicht ansteigen. Aufgrund erheblich ungenutzter Produktionskapazitäten in der Wirtschaft sollte der inländische Preisdruck aber weiter abnehmen, sodass mittelfristig die Gesamtinflation trotz stärkerer Zinssenkungen Richtung 2%-Marke tendieren sollte.

Aller guten Dinge sind bekanntlich drei und **so haben wir ebenfalls unser Währungsprognose für den Kiwi-Dollar revidiert**: Weil die Geldmarktsätze unsere Erwartung von zwei Zinssenkungen bei den kommenden Sitzungen nur bedingt antizipieren (derzeit sind -18 Bp für die Oktober-Sitzung und weitere -19 Bp für die November-Sitzung in den OIS Forwards eingepreist), dürfte **NZD-USD auf 3M-Sicht in Richtung 0,57 USD abwärtstendieren**. Auf 6M- bzw. 12M-Sicht sollte der Kiwi-Dollar aufgrund der konjunkturellen Erholung ab spätestens Schlussquartal 2025 wieder höher notieren (0,60 USD bzw. 0,61 USD).

**NZD dürfte auf 3M-Sicht niedriger tendieren, auf 6M- bzw. 12M-Sicht dürfte er jedoch wieder höher notieren**

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

#### Kanada: Bank of Canada (BoC) hat Zinssenkungsspielraum

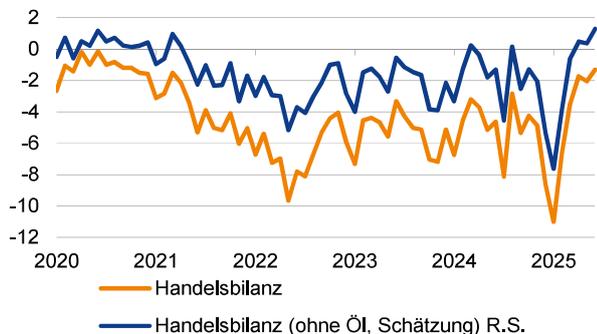
Kanada befindet sich als einer der wichtigsten Handelspartner der USA in einer schwierigen Position, denn US-Präsident Trump schlägt gegenüber dem Land aggressive Töne an und erhebt Zölle in Höhe von 35% auf bestimmte US-Importe aus Kanada. Hinzu kommen Zölle in Höhe von 50% auf Kanadas Stahl- und Aluminiumexporte. **Im Frühjahr und Sommer waren in Kanada Anzeichen für eine Konjunkturverlangsamung zu erkennen**, und nachdem jetzt in der Zollfrage mehr Klarheit herrscht, wird eine deutliche Wachstumsabschwächung befürchtet. **Die DZ BANK hat ihre Wachstumsprognose für 2025 bzw. 2026 von 1,0% bzw. 1,3% auf 0,9% bzw. 0,8% gesenkt**. Allerdings fällt ein nennenswerter Anteil der US-Importe aus Kanada unter das USMCA-Freihandelsabkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada, das Trump in seiner ersten Amtszeit neu ausgehandelt hatte. Daher sind die effektiven Zölle, die auf sämtliche Exporte Kanadas in die USA anfallen, mit 5-10% sehr viel niedriger als diejenigen, die andere wichtige Handelspartner der USA entrichten müssen. Nichtsdestotrotz werden die Zölle die Wachstumsdynamik dämpfen.

**Zollstreit mit den USA dürfte Kanadas Wachstum dämpfen**

Aus Sicht der Bank of Canada (BoC) ist es sehr günstig, dass **die Inflation seit deutlich über einem Jahr innerhalb des Zielkorridors von 1-3% liegt**. Die BoC hatte daher reichlich Spielraum, um den Leitzins innerhalb etwa eines Jahres von 5% auf 2,75% zu senken. Die **Arbeitsmarktsituation trübt sich ein** und die wirtschaftlichen Aussichten sind nicht allzu günstig. In diesem Umfeld hat die **BoC die Möglichkeit, die Zinsen im restlichen Jahresverlauf um weitere 25 Bp. zu reduzieren**, zumal die Inflation voraussichtlich auch 2026 in der Mitte des Zielkorridors verharren wird. Die Zentralbank dürfte jedoch mit einem solchen Schritt warten, bis sie **Klarheit über die fiskalpolitischen Vorhaben der Regierung hat. Dies dürfte nach der Haushaltsaufstellung im Herbst der Fall sein**.

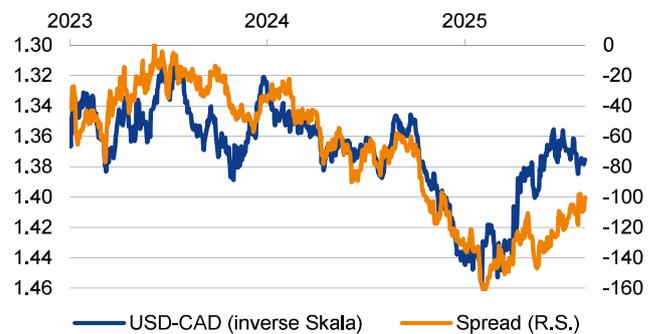
**Da die Inflation unter Kontrolle ist, verfügt die BoC über weiteren Zinssenkungsspielraum**

**US-Handelsbilanzdefizit gegenüber Kanada sinkt nach Ausschluss des Ölsektors deutlich; Trump hat trotzdem Zölle in Höhe von 35% verhängt**  
US-Handelsbilanzsaldo gegenüber Kanada in Mrd. USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Kanadas 2J-Renditen sind im Vergleich zu den USA gestiegen, sodass sich der Spread einengt. Dies stützt den CAD**  
USD-CAD, invers (L.S.); Spread in Bp. (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Aussichten für den Kurs des kanadischen Dollars in den kommenden Monaten sind daher mit Unsicherheiten behaftet. Parallel zur zoll- und fiskalpolitisch bedingten Unsicherheit lässt sich aus den Zinsdifferenzen ein vergleichsweise klares Signal ableiten. Die Abbildung zeigt, dass sich die Renditedifferenz zwischen 2-jährigen kanadischen Staatsanleihen und US-Treasuries eingengt hat, weil die kanadischen Papiere schwächer abgeschnitten haben als ihre US-Pendants. Der stärkere Renditeanstieg in Kanada macht kanadische Anleihen attraktiver. Nicht zuletzt deshalb konnte der kanadische Dollar die Verluste aus dem zweiten Halbjahr 2024 zum Teil wieder wettmachen. Insgesamt **dürfte der Loonie in den Herbst hinein gut unterstützt bleiben** und sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro leicht aufwerten.

**Weiterhin beträchtliche Unsicherheiten für den Loonie**

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

## Skandinavien: Zentralbanken lockern inflationsbedingt erstmal nicht

**Nach der unerwartet hohen Inflationsrate in diesem Sommer** – der im Fokus der schwedischen Zentralbank stehende Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz ist seit Mai um 0,7 Prozentpunkte auf 3,0% (J/J) angestiegen – **war es keine Überraschung, dass die Riksbank bei ihrer Zinsbekanntgabe am 20. August den Leitzins unverändert bei 2,0% belassen hat.** Wir gehen davon aus, dass die Riksbank den Inflationsanstieg ebenso wie wir als vorübergehend einschätzt. Während des Sommers waren die internationalen Entwicklungen von anhaltenden geopolitischen Spannungen und Verhandlungen mit den Vereinigten Staaten über die Höhe der Zölle geprägt. Mehrere Indikatoren sprechen dafür, dass sich die Inflation in Zukunft auf das Inflationsziel von 2% (J/J) abschwächen wird. So ist die Wirtschaftstätigkeit weiterhin schwach, die Haushalte sind in Bezug auf ihre Ausgaben immer noch zurückhaltend und auf dem Arbeitsmarkt gibt es noch keine eindeutigen Anzeichen für eine Verbesserung. Die Riksbank sieht weiterhin eine gewisse Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinssenkung in diesem Jahr, entsprechend der Prognose vom Juni, bleibt aber wachsam wegen der erhöhten Inflation und der unsicheren Wirtschaftslage. Wir gehen davon aus, dass der Leitzins auf absehbare Zeit bei 2% unverändert belassen wird. Auch die Marktteilnehmer preisen eine weitere Zinssenkung im laufenden Jahr nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von 43% ein. Viel hängt von der weiteren konjunkturellen

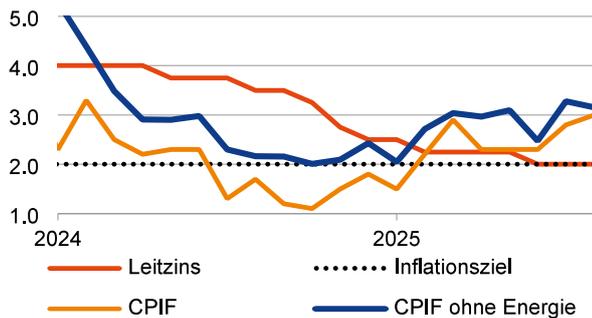
**Inflationsbeschleunigung lässt Riksbank innehalten**

**Riksbank dürfte Leitzins vorerst bei 2% belassen**

Entwicklung ab und die dürfte mit einem erwarteten Wirtschaftswachstum von 1,2% in 2025 nur unwesentlich stärker ausfallen als im Vorjahr. **Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir daher eine weitgehende Seitwärtsentwicklung der Krone bei 11,15 EUR-SEK.**

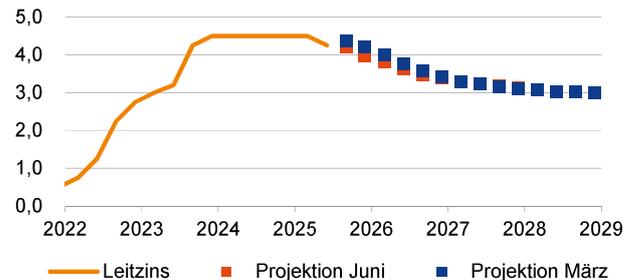
**Seitwärtsentwicklung der Krone erwartet**

**Schweden: Der CPIF entfernt sich weiter vom Inflationsziel**  
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, Riksbank

**Norwegen: weitere Leitzinssenkungen voraus (Projektionen der Norges Bank)**  
in %



Quelle: Bloomberg, Norges Bank

**Die USA haben Norwegen einen Zollsatz von 15% auferlegt**, der seit dem 7. August gilt. Die norwegische Regierung erwägt keine Gegenzölle, es wird aber weiter verhandelt. Premierminister Jonas Gahr Støre führte hierzu aus: „Die USA sind ein wichtiger Handelspartner für uns, wir führen weiterhin Gespräche und haben bereits große und konstruktive Fortschritte gemacht.“ Laut Statistics Norway machten Norwegens Exporte in die USA 2024 gerade 3% der gesamten norwegischen Warenexporte aus. Damit liegen die USA nur auf Rang 9 der wichtigsten Exportdestinationen für norwegische Waren. Wichtigster Exportmarkt ist mit Abstand die EU, in die 2024 64% der Warenausfuhren befördert wurden. **Im Gegensatz zum Juni-Meeting verlief die Notenbank-Sitzung in der vergangenen Woche für die Marktteilnehmer erwartungsgemäß. Der Leitzins wurde bei 4,25% belassen.** Der Ausschuss verzichtete darauf, den Zeitpunkt der nächsten Zinssenkung zu bestimmen, kam aber zu dem Schluss, dass die wirtschaftliche Entwicklung im Großen und Ganzen wie prognostiziert verlaufen ist und dass der im Juni skizzierte Zinspfad weiterhin Bestand hat. Insgesamt sendet der Ausschuss eine neutrale Botschaft: Die Bekämpfung der Inflation sei noch nicht vollständig abgeschlossen, eine restriktive Geldpolitik sei nach wie vor erforderlich. Gleichzeitig will man die Konjunktur nicht mehr als nötig bremsen und es dürfte angebracht sein, mit einer vorsichtigen Normalisierung des Leitzinses fortzufahren. Entsprechend kam es bei der Krone auch nur zu kaum wahrnehmbaren Marktbewegungen. Wir gehen davon aus, dass die Norges Bank ihre nächste Zinssenkung im September ins Auge fasst. Marktteilnehmer preisen diese Entwicklung mit einer Wahrscheinlichkeit von nahezu 90% ein. Dies dürfte auf nur moderate Marktbewegungen bei der Ankündigung hindeuten. **Die Krone sollte sich daher in den kommenden Monaten überwiegend im Bereich von 11,90 bis 11,95 EUR-NOK bewegen.**

**Norwegens Regierung führt Zollverhandlungen mit den USA**

**Die Norges Bank dürfte im September den Leitzins erneut senken**

**Krone-Notierungen im Bereich 11,90 bis 11,95 EUR-NOK erwartet**

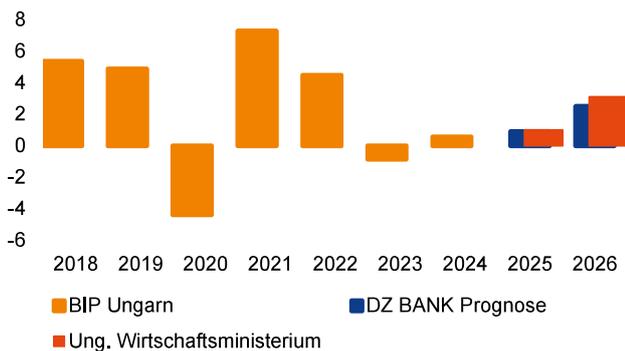
## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Geldpolitik steht nach wie vor im Fokus

Die restriktive Geldpolitik der CE3-Länder hat ihren Währungen merklich Rückenwind verliehen. Was die Leitzinsentwicklung betrifft, so verdient **zunächst am 26. August die ungarische Zinsentscheidung Aufmerksamkeit**. Die dortige Zentralbank (MNB) belässt den Leitzins seit Herbst 2024 mit Verweis auf die Inflationsrisiken und das fragile globale Umfeld unverändert auf einem restriktiven Niveau von 6,50%. **Unserer Einschätzung zufolge dürfte die MNB auch im August die geldpolitischen Füße stillhalten**, sind doch die Inflationsgefahren nach wie vor nicht gebannt. Sorgen bereiten v.a. die Nahrungsmittel- und Dienstleistungspreise. Hinzu kommt, dass auch die Inflationserwartungen der Verbraucher weiterhin zu hoch sind und mit der Trump'schen Zollpolitik weiterhin Risiken für das globale EM-Sentiment verbunden sind. Mit Blick auf die eben angesprochene Leitzinsentscheidung der MNB verdient v.a. der geldpolitische Ausblick und damit einhergehend die Einschätzung bezüglich des weiteren Inflationsverlaufs Beachtung. Bislang gehen die ungarischen Währungshüter davon aus, dass die Teuerung im restlichen Jahresverlauf oberhalb ihres Inflationszielbandes von 2-4% (J/J) verharren und erst ab Anfang 2026 wieder in diese Spanne zurückkehren wird. Die Mitte der Range, das eigentliche Inflationsziel von 3%, sollte ihren bisherigen Einschätzungen zufolge Anfang 2027 wieder erreicht werden. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die MNB den Leitzins auf Sicht von drei Monaten nicht antasten wird. Auf Sicht von sechs Monaten halten wir in einem sich allmählich aufhellenden Inflationsumfeld einen umsichtigen -25 Bp Schritt für wahrscheinlich. **Die Geldpolitik sollte damit vorerst restriktiv und damit HUF-stützend bleiben.**

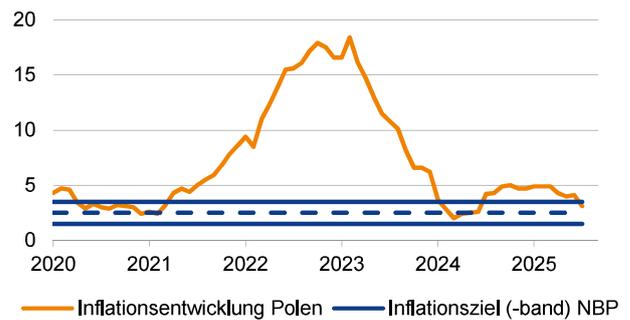
**MNB dürfte die geldpolitischen Füße weiter stillhalten**

Ungarn: 2026 moderate konjunkturelle Erholung erwartet  
Jahreszahlen (Ist-Werte und Prognosen) Wirtschaftswachstum, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Polen: Voranschreitender Disinflationprozess öffnet Tür für weitere Leitzinssenkung im September  
Alle Werte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**In Polen hat der dortige Ministerpräsident Tusk Ende Juli mittels einer umfangreichen Kabinettsumbildung den politischen Befreiungsschlag versucht.** Damit soll die Regierungskoalition angesichts der zu erwartenden, anhaltenden politischen Blockadehaltung des Staatspräsidenten besser aufgestellt werden. U.a. soll ein Superministerium für Finanzen und Wirtschaft geschaffen werden. Dieser Schritt, der dem derzeitigen Finanzminister Domanski neue Instrumente zur Steuerung der Wirtschaft an die Hand gibt, soll auch die Arbeit der Koalitionsregierung optimieren, die seit ihrem Amtsantritt Ende 2023 wegen ihrer geringen Reformfortschritte in der Kritik steht. Das dortige Finanzministerium hat seine Wachstumsprognose für 2025 jüngst von 3,7% auf 3,4% gesenkt. **Die wachsende Staatsverschuldung und das**

**Polens Ministerpräsident Tusk versucht den politischen Befreiungsschlag**

**Haushaltsdefizit Polens verschärfen die Herausforderungen für die Regierung.**

Marktseitig bestehen Sorgen, dass der erwartete politische Machtkampf zwischen Ministerpräsident Tusk und dem neuen, von der Opposition unterstützten Präsidenten Nawrocki die Bemühungen zur Reduzierung des Haushaltsdefizits behindern könnte, das in diesem Jahr voraussichtlich erneut die Marke von 6% des BIP übersteigen und damit nach Rumänien das zweithöchste in der EU sein dürfte.

**Auf ökonomischer Seite verdienen die Inflationswerte für August Beachtung, welche am 29. dieses Monats bekannt gegeben werden.** Lässt der Preisdruck hier wie allgemein erwartet weiter nach, dürfte dies den marktseitigen Leitzinssenkungserwartungen des Marktes Auftrieb verleihen und würde die Türe für eine weitere Leitzinssenkung weiter öffnen. **Wir rechnen in diesem Fall damit, dass die polnische Notenbank (NBP) den Leitzins bei ihrer nächsten Sitzung am 3. September um weitere 25 Bp auf dann 4,75% nach unten nehmen wird.**

**Polnische Leitzinsentscheidung im Blick**

Werfen wir zu guter Letzt noch einen Blick auf die tschechische Krone. Diese ließ zuletzt gegenüber dem Euro besonders die Muskeln spielen und kletterte hierbei zeitweise auf den höchsten Stand seit rund eineinhalb Jahren. **Neben dem robusten Euro und dem freundlichen globalen Risikosentiment profitiert die Krone auch davon, dass die dortige Zentralbank (CNB) den Leitzins auch im August unverändert bei 3,50% belassen hat.** Hinzu kommt, dass der weitere Leitzinssenkungsspielraum marktseitig als äußerst begrenzt eingeschätzt wird. Unserer Ansicht nach dürfte der Leitzinssenkungszyklus spätestens bei 3% und damit auf einem immer noch vergleichsweise restriktiven Niveau zum Ende kommen. **Wenngleich sich die Krone über den Prognosehorizont hinweg gegenüber dem Euro weiter in robuster Verfassung präsentieren dürfte, sollte sie dennoch in den Herbst hinein vorübergehend einen Gang zurückschalten.** So dürften doch dann die konjunkturellen Auswirkungen der Trump'schen Zollpolitik auch in den harten Zahlen zum Ausdruck kommen. In diesem Umfeld rechnen wir mit einer temporären Eintrübung des globalen Risikosentiments und vorübergehend etwas niedrigeren Euro-Notierungen.

**Tschechische Krone lässt die Muskeln spielen**

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

**Türkei & Südafrika: TCMB senkt weiter, SARB „on hold“**

**Die türkische Notenbank (TCMB) hat bei ihrer Sitzung Ende Juli wie allgemein erwartet, ihre Leitzinssenkungen wieder aufgenommen.** Hierbei nahm sie den Leitzins (One-Week Repo Rate) um 300 Bp auf nun 43% nach unten. Marktseitig wurde mehrheitlich mit einer etwas geringeren Senkung von 250 Bp gerechnet. **Spielraum für die Rückkehr zu ihrem Leitzinssenkungszyklus gaben der TCMB der weiter nachgelassene Preisdruck, das freundlichere globale Risikoumfeld sowie die Erwartung eines weiter voranschreitenden Disinflationsprozesses.** Zudem könnten die eingetrübten konjunkturellen Aussichten bei der Zinsentscheidung eine Rolle gespielt haben. Begleitet wurde auch dieses geldpolitische Votum von einer „hawkishen“ Erklärung. **Unserer Ansicht nach dürften die türkischen Währungshüter den Leitzins in den kommenden Monaten weiter senken.** Auch bei diesen Schritten dürfte es sich um sog. „Hawkish Cuts“ handeln. Konkret steht die nächste Leitzinsentscheidung am 11. September auf der Agenda. Wir halten hier eine Senkung der One-Week Repo Rate zwischen 250 Bp und 300 Bp für wahrscheinlich. **Auf dem Pfad zu niedrigeren (Leit-) Zinsen muss die TCMB allerdings geldpolitisches Fingerspitzengefühl beweisen, ist der Weg bis zur Preis-**

**TCMB kehrt erwartungsgemäß auf Leitzinssenkungspfad zurück**

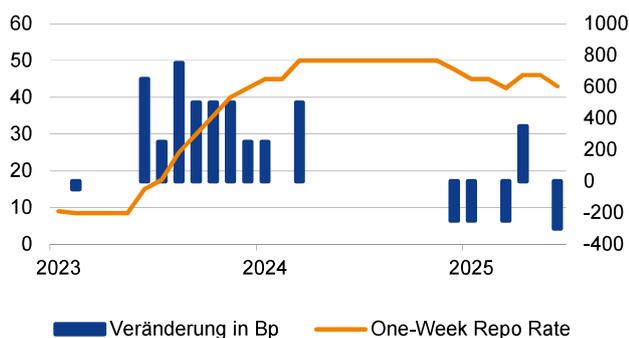
**Stabilität noch weit und mit Risiken behaftet.** So sieht sich die türkische Zentralbank doch nicht nur mit Währungs- und Inflationsrisiken konfrontiert. Vielmehr wird ihre Arbeit weiterhin auch durch ihre marktseitig angeschlagene Glaubwürdigkeit (Stichwort: geldpolitische (Un-) Abhängigkeit) erschwert. Dass Staatspräsident Erdogan vor kurzem erneut wissen ließ, dass er sich nach einer zinsfreien Wirtschaft sehnt, dürfte nicht nur bei der türkischen Landeswährung ungute Erinnerungen hervorgerufen haben.

**Auf fundamentaler Seite verdienen zudem die bereits Anfang September zur Veröffentlichung anstehenden türkischen Inflationszahlen für August sowie das Wirtschaftswachstum für das zweite Quartal Aufmerksamkeit.** Kommt die Teuerung erneut etwas stärker als marktseitig erwartet zurück und weisen die BIP-Daten erneut auf eine sich abkühlende Konsumnachfrage hin, dürfte die TCMB dies wohlwollend zur Kenntnis nehmen.

### Inflations- und Wachstumszahlen im Blick

#### TCMB nimmt Leitzinssenkungen wieder auf; weitere „Hawkish Cuts“ erwartet

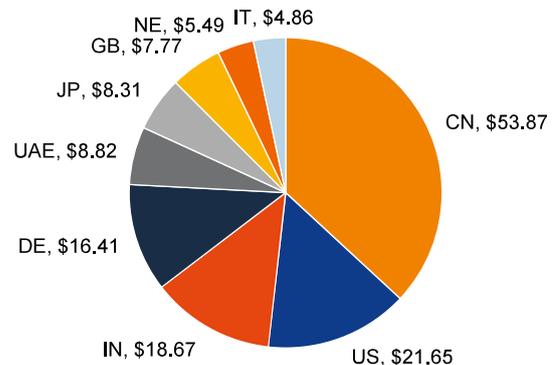
Leitzinsentwicklung Türkei in % (LS) und Bp (RS)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

#### Südafrika setzt auf neue Handelsbeziehungen

Anteil am gesamten Außenhandel (USD Mrd)



Quelle: Bloomberg

**In Südafrika haben die jüngsten Inflationsdaten eine leichte Beschleunigung in der Preisdynamik aufgezeigt.** Die Headlinerate stieg im Juli auf 3,5% (J/J) an, im Juni waren es noch 3,0%. Erst vor kurzem hatte die Zentralbank (SARB) ihr Inflationsziel angepasst: Sie strebt fortan die untere Grenze ihres bisherigen Inflationszielkorridors von 3-6% an. Insofern spricht die nun wieder etwas höhere Inflation sicherlich dafür, dass die SARB ihr Leitzinsniveau nun vorerst stabil hält. Dieses ist seit Ende 2024 von 7,75% auf 7,00% gesenkt worden. Man muss allerdings dazusagen, dass die Beschleunigung der Inflation nicht gänzlich unerwartet kam: die SARB hatte zuletzt darauf hingewiesen, dass damit zu rechnen sei, dass die Inflation erneut etwas zunehmen würde, bevor sie sich dann perspektivisch wieder der 3%-Marke annähern sollte. Der Markt hegt offenbar Zweifel an dieser Prognose: **der Konsens geht davon aus, dass die Inflationsrate in Südafrika sich eher in Richtung der 4% entwickeln wird.**

### Inflation beschleunigt im Juli

**Der Markt hegt Zweifel an den vielleicht etwas zu optimistischen Inflationserwartungen der SARB**

Neben der Inflation beschäftigt auch der Wachstumsausblick die Märkte. Insbesondere der Agrar- und Automobilssektor werden unter dem 30%igen Zoll auf Exporte in die USA leiden. **Präsident Ramaphosa versucht nun Handelsbeziehungen mit anderen Partner zu stärken** und traf sich jüngst mit Vertretern mehrerer japanischer Unternehmen (Japan ist derzeit der 6. größte Handelspartner Südafrikas). Ob dies ausreicht um den Schaden, den die Zölle anrichten werden aufzufangen bleibt abzuwarten. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft Südafrikas weiterhin auf nur niedrigen Niveaus wachsen wird. Die

**Die neuen Zölle belasten den Wachstumsausblick für das kommende Jahr**

**Perspektiven für den Rand sind unter diesen Voraussetzungen nicht unbedingt rosig** und wir gehen davon aus, dass er in den kommenden Monaten weiter leicht an Wert verlieren wird.

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

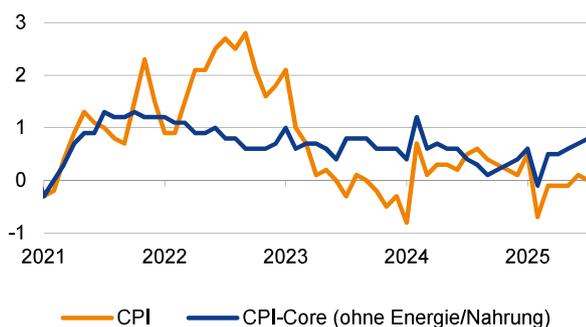
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

### China: Erneute Verlängerung im Zollstreit – Unsicherheit bleibt

Mit zahlreichen Ländern hatte Präsident Trump Anfang August entweder ein Handelsabkommen abgeschlossen (Japan, EU, ...) oder sie mit absurd hohen Extra-Zöllen belegt (Indien, Schweiz, Brasilien). **China ist das einzige Land, bei dem es eine weitere Fristverlängerung gab ... die neue Deadline ist November.** Dabei rückt der Fokus immer stärker in Richtung von US-Sekundärzöllen, die dem Land aufgrund seiner intensiven Handelsbeziehungen zu Russland drohen könnten. Angesichts der US-Abhängigkeit von den Rohstoffexporten aus China, insbesondere Seltenen Erden, gilt eine erneute Eskalation aber als unwahrscheinlich. Die Belastungsfaktoren für Chinas Wirtschaft sind allgegenwärtig, trotzdem hat sie sich im zweiten Quartal überraschend robust gehalten. Dank Vorzieh- und Umleitungseffekten blieb das Wachstum mit 5,2% (J/J) über dem politischen Zielwert. Zwar sind die Ausfuhren in die USA eingebrochen, mit dem Rest der Welt florierte der Außenhandel dagegen. **Der Zollstreit bremst Chinas Konjunktur – jedoch weniger stark als bislang befürchtet. Wir haben daher unsere Wachstumsprognose von 4,4 auf 4,8% (2025) bzw. von 3,5 auf 4,0% (2026) angehoben.**

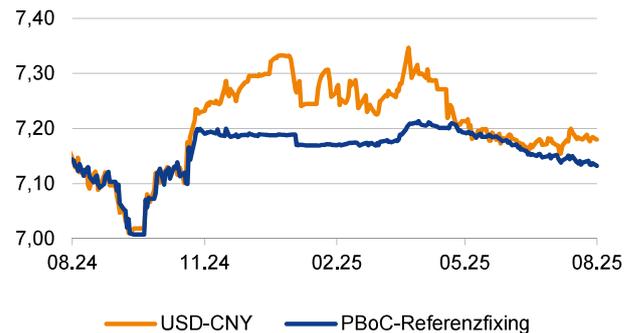
### Chinas Wirtschaft trotz den Widrigkeiten

**PBoC sieht verbesserten Inflationsausblick**  
Konsumentenpreise, in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Währungspolitik bemüht sich um Yuan-Stabilisierung**  
USD-CNY und tägliches Referenzfixing der PBoC



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auch wenn sich die konjunkturellen Perspektiven *besser* als befürchtet entwickeln, sind sie damit noch lange nicht *gut*. In den letzten Wochen gab es zahlreiche Indikatoren, die auf eine merkliche Verlangsamung deuten: teils aufgrund des extrem schlechten Wetters im Juli, teils aber auch aufgrund struktureller Probleme. **Chinas Notenbank (PBoC) sieht dennoch keinen Anlass für eine übereilte Zinssenkung.** In ihrem jüngsten Quartalsbericht sieht die Notenbank die Wirtschaft zwar vor Herausforderungen, hebt gleichzeitig aber deren Widerstandsfähigkeit hervor. Die PBoC bekräftigt die konsequente Umsetzung der bestehenden Maßnahmen, stellt aber keine neuen oder umfassenderen Lockerungen in Aussicht. Außerdem sieht sie

### PBoC sieht keine Dringlichkeit für Zinssenkung

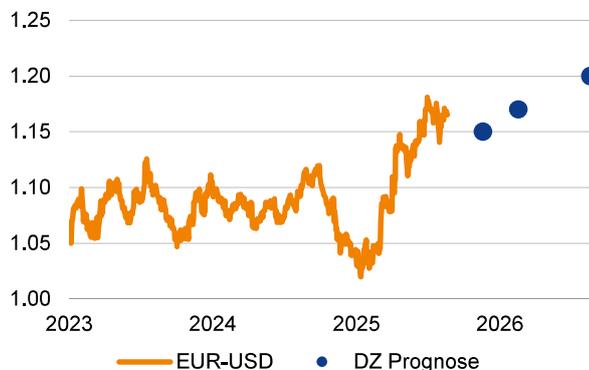
---

eine Verbesserung der Inflationsentwicklung. Einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems liefert die Notenbank dagegen durch ihre **stabilisierende Währungspolitik. Es gibt keine Versuche, sich durch eine gezielte Yuan-Abwertung aus der Krise zu exportieren – ganz im Gegenteil.** In ihrem täglichen USD-CNY-Referenzfixing setzt die PBoC den Yuan regelmäßig deutlich fester an als der Markt. Wir sehen zwar mittel- und langfristig eine moderate Abwertung der chinesischen Währung, dies ist aber dem sich eintrübenden fundamentalen Umfeld geschuldet und nicht politischer Willkür.

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

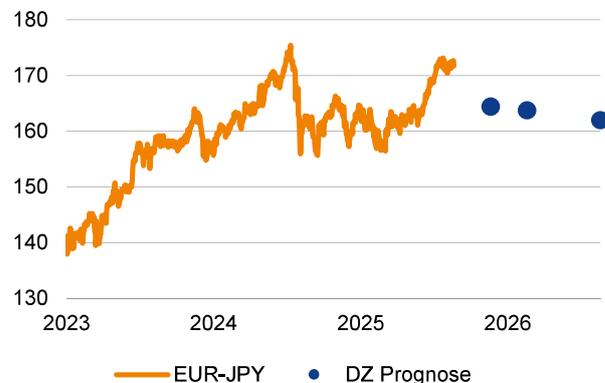
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



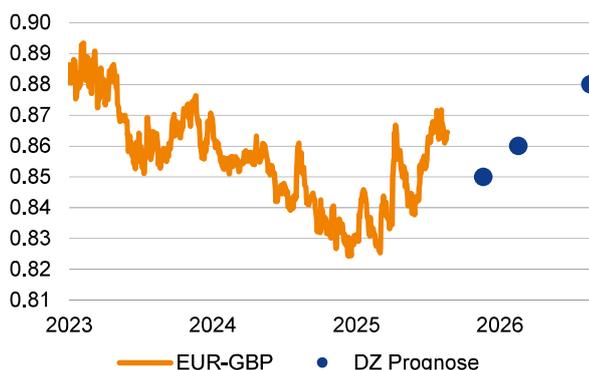
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



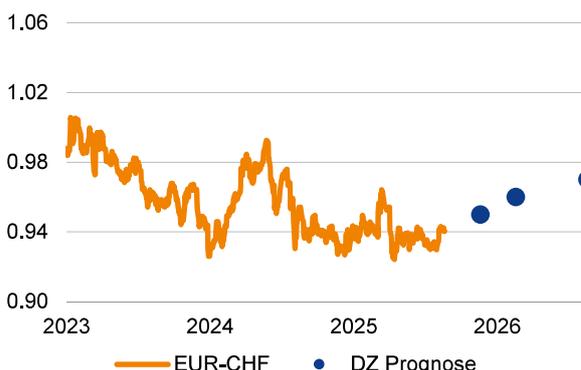
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



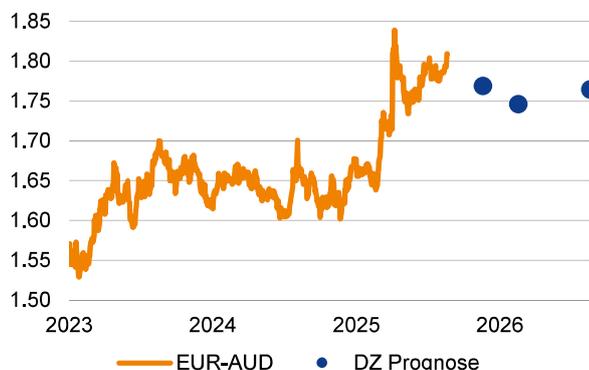
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



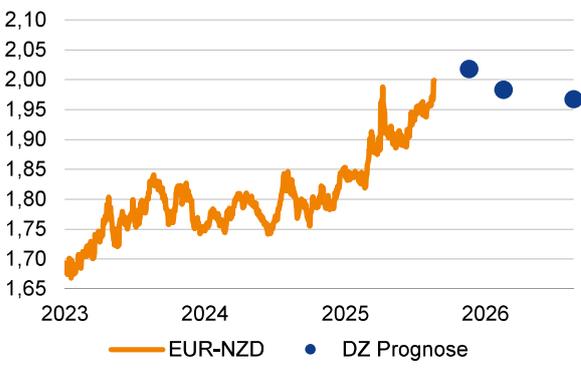
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



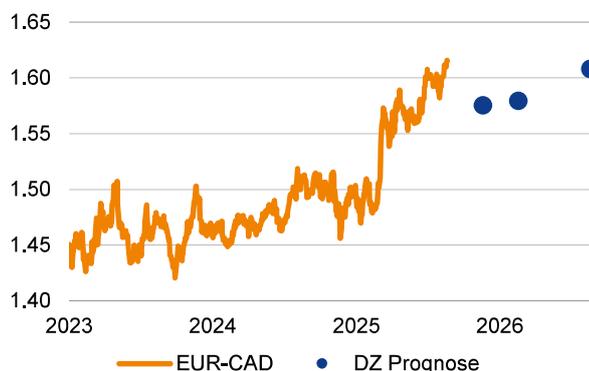
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



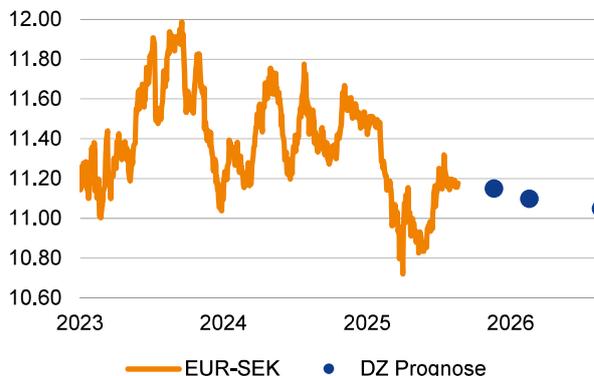
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



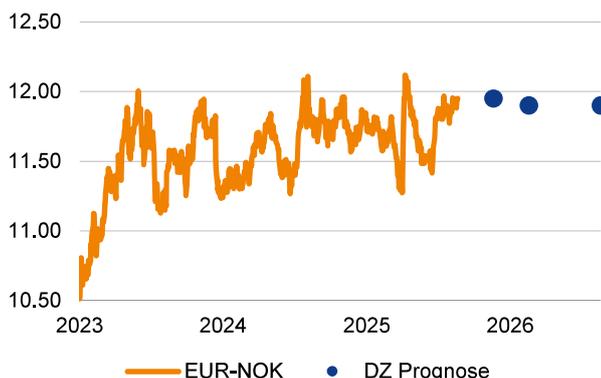
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



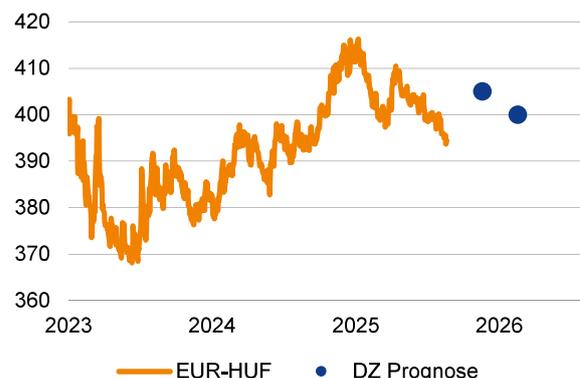
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



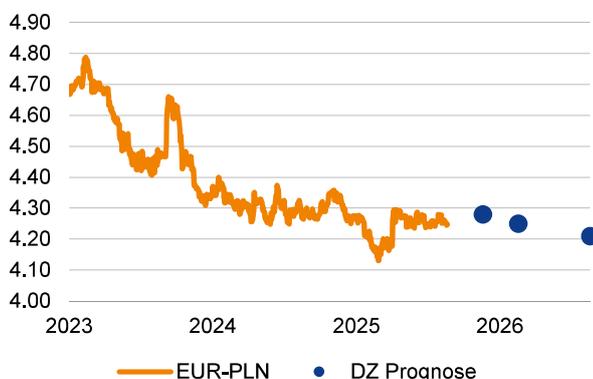
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



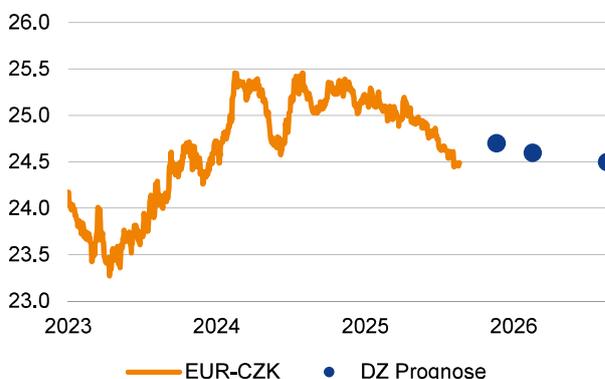
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



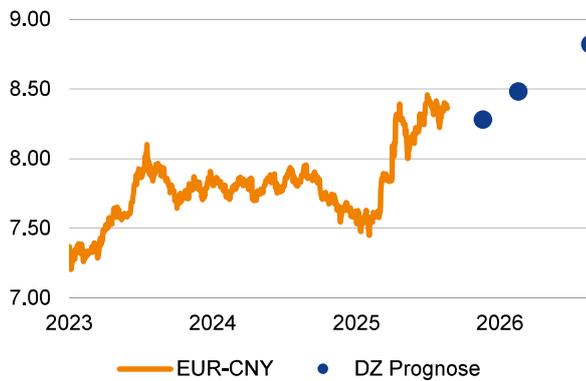
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



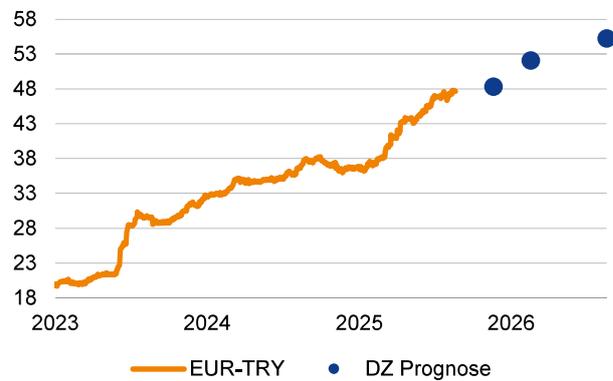
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Wechselkursentwicklung: EUR-CNY**



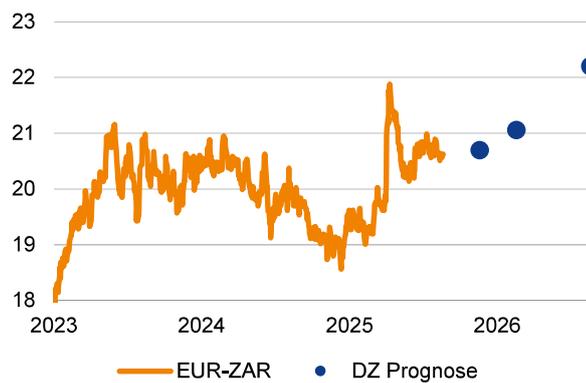
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Wechselkursentwicklung: EUR-TRY**



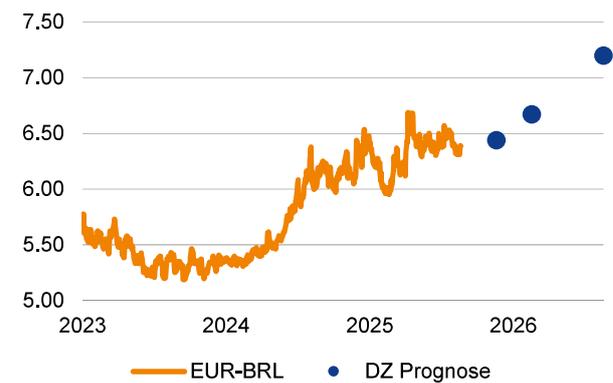
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**Wechselkursentwicklung: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

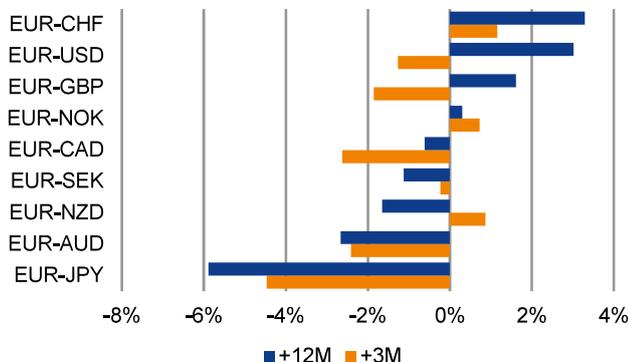
**Wechselkursentwicklung: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

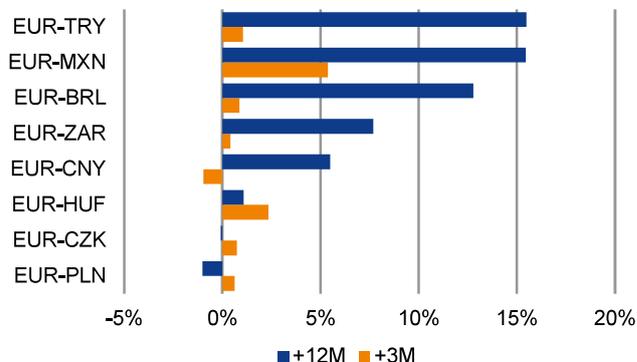
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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 | 1.1648  | 1.15  | 1.17  | 1.20  |
| EUR/GBP | 0.8661  | 0.85  | 0.86  | 0.88  |
| EUR/JPY | 172.14  | 164   | 164   | 162   |
| EUR/CHF | 0.9391  | 0.95  | 0.96  | 0.97  |
| EUR/AUD | 1.8130  | 1.77  | 1.75  | 1.76  |
| EUR/NZD | 2.0002  | 2.02  | 1.98  | 1.97  |
| EUR/CAD | 1.6179  | 1.58  | 1.58  | 1.61  |
| EUR/NOK | 11.86   | 11.95 | 11.90 | 11.90 |
| EUR/SEK | 11.18   | 11.2  | 11.1  | 11.1  |
| EUR/PLN | 4.2534  | 4.28  | 4.25  | 4.21  |
| EUR/CZK | 24.52   | 24.7  | 24.6  | 24.5  |
| EUR/HUF | 395.7   | 405   | 400   | 400   |
| EUR/TRY | 47.80   | 48.3  | 52.1  | 55.2  |
| EUR/ZAR | 20.61   | 20.7  | 21.1  | 22.2  |
| EUR/CNY | 8.3611  | 8.28  | 8.48  | 8.82  |
| EUR/BRL | 6.3840  | 6.44  | 6.67  | 7.20  |
| EUR/MXN | 21.83   | 23.0  | 24.0  | 25.2  |

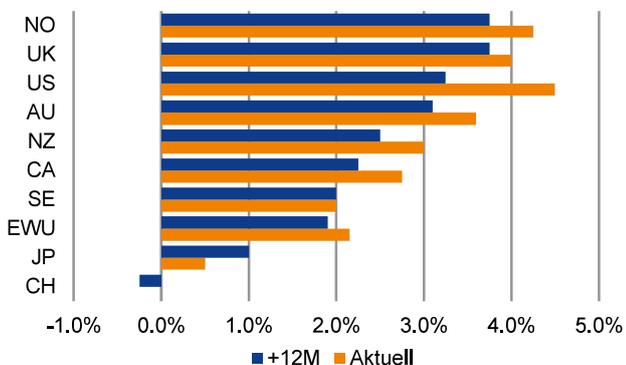
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

|         | Aktuell | +3M   | +6M   | +12M |
|---------|---------|-------|-------|------|
| EUR/USD | 1.1648  | 1.15  | 1.17  | 1.20 |
| GBP/USD | 1.3450  | 1.35  | 1.36  | 1.36 |
| USD/JPY | 147.79  | 143   | 140   | 135  |
| USD/CHF | 0.8063  | 0.83  | 0.82  | 0.81 |
| AUD/USD | 0.6425  | 0.65  | 0.67  | 0.68 |
| NZD/USD | 0.5823  | 0.57  | 0.59  | 0.61 |
| USD/CAD | 1.3890  | 1.37  | 1.35  | 1.34 |
| USD/NOK | 10.19   | 10.39 | 10.17 | 9.92 |
| USD/SEK | 9.59    | 9.7   | 9.5   | 9.2  |
| USD/PLN | 3.6516  | 3.72  | 3.63  | 3.51 |
| USD/CZK | 21.05   | 21.5  | 21.0  | 20.4 |
| USD/HUF | 339.7   | 352   | 342   | 333  |
| USD/TRY | 41.03   | 42.0  | 44.5  | 46.0 |
| USD/ZAR | 17.70   | 18.0  | 18.0  | 18.5 |
| USD/CNY | 7.1781  | 7.20  | 7.25  | 7.35 |
| USD/BRL | 5.4808  | 5.60  | 5.70  | 6.00 |
| USD/MXN | 18.74   | 20.0  | 20.5  | 21.0 |

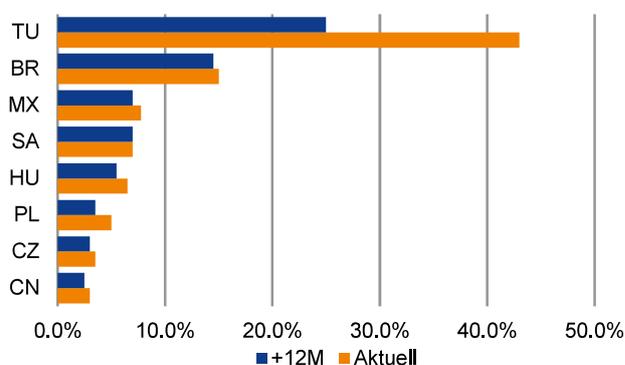
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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 |
|------------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Euroraum</b>                    |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,9  | 1,0  | 0,8  | 1,5   | 1,4   | 0,7   | 0,3   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 2,4  | 2,0  | 1,9  | 2,4   | 2,0   | 1,9   | 1,8   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -3,1 | -3,3 | -3,2 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 3,3  | 3,0  | 3,0  |       |       |       |       |
| <b>USA</b>                         |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 2,8  | 1,4  | 1,8  | 2,0   | 2,0   | 1,1   | 0,7   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 3,0  | 2,9  | 3,3  | 2,7   | 2,5   | 3,0   | 3,2   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -8,2 | -7,8 | -8,4 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -4,1 | -4,3 | -3,5 |       |       |       |       |
| <b>Japan</b>                       |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,1  | 1,0  | 0,6  | 1,8   | 1,3   | 0,7   | 0,2   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 2,7  | 3,0  | 1,8  | 3,8   | 3,5   | 2,8   | 2,0   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -4,1 | -4,5 | -4,3 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 4,8  | 4,9  | 4,7  |       |       |       |       |
| <b>Großbritannien</b>              |      |      |      |       |       |       |       |
| 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   | 3,8   | 3,5   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -5,1 | -4,3 | -3,6 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -2,7 | -3,1 | -2,8 |       |       |       |       |
| <b>Schweiz</b>                     |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,0  | 0,9  | 0,7  | 2,1   | 1,2   | 0,6   | -0,2  |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 1,1  | 0,2  | 0,2  | 0,4   | 0,0   | 0,1   | 0,4   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | 0,0  | 0,0  | 0,1  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 6,4  | 7,5  | 8,2  |       |       |       |       |
| <b>Australien</b>                  |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,0  | 1,5  | 2,2  | 1,3   | 1,5   | 1,6   | 1,6   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 3,2  | 2,5  | 2,6  | 2,4   | 2,1   | 2,5   | 2,9   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | 0,2  | -1,8 | 0,0  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -2,0 | -2,4 | -2,9 |       |       |       |       |
| <b>Neuseeland</b>                  |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | -0,5 | 1,2  | 2,4  | -0,2  | 0,7   | 2,1   | 2,0   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 3,0  | 2,7  | 2,1  | 2,5   | 2,7   | 2,8   | 2,6   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -4,4 | -3,5 | -3,0 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -6,1 | -5,5 | -6,0 |       |       |       |       |
| <b>Kanada</b>                      |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,6  | 0,9  | 0,8  | 2,2   | -2,0  | -1,0  | 1,0   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 2,4  | 1,8  | 2,0  | 2,3   | 1,8   | 1,7   | 1,5   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -1,3 | -2,1 | -3,8 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -0,5 | -1,4 | -2,2 |       |       |       |       |
| <b>Schweden</b>                    |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,0  | 1,2  | 2,5  | 1,0   | 1,0   | 1,3   | 1,5   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 2,9  | 0,7  | 1,4  | 0,9   | 0,4   | 0,8   | 0,7   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -1,5 | -1,3 | -1,5 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 6,0  | 6,1  | 5,2  |       |       |       |       |
| <b>Norwegen</b>                    |      |      |      |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 2,1  | -0,7 | 0,9  | -0,7  | -2,3  | -0,6  | 0,7   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 3,2  | 3,0  | 2,2  | 2,9   | 2,8   | 3,2   | 3,3   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | 13,1 | 11,3 | 8,2  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 16,7 | 13,6 | 8,0  |       |       |       |       |

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

|                                    | 2024 | 2025 | 2026  | Q1 25 | Q2 25 | Q3 25 | Q4 25 |
|------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Polen</b>                       |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 2,9  | 2,9  | 2,6   | 3,7   | 2,7   | 3,0   | 2,2   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 3,8  | 4,0  | 3,0   | 5,4   | 4,5   | 3,2   | 3,0   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -6,6 | -6,2 | -6,0  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 0,0  | -1,0 | -1,0  |       |       |       |       |
| <b>Ungarn</b>                      |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,5  | 0,6  | 2,2   | -0,4  | 0,2   | 1,3   | 1,2   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 3,7  | 4,5  | 3,6   | 5,2   | 4,4   | 4,1   | 4,4   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -4,9 | -4,6 | -4,3  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 2,5  | 2,3  | 1,3   |       |       |       |       |
| <b>Tschechien</b>                  |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,1  | 2,2  | 2,3   | 2,4   | 2,3   | 1,9   | 2,0   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 2,4  | 2,4  | 2,1   | 2,7   | 2,4   | 2,3   | 2,1   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -3,4 | -2,9 | -2,4  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 1,8  | 3,7  | 1,4   |       |       |       |       |
| <b>Türkei</b>                      |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 3,3  | 2,8  | 2,5   | 2,0   | 3,2   | 3,5   | 2,4   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 60,0 | 33,9 | 22,0  | 39,7  | 36,1  | 31,0  | 29,0  |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -5,1 | -3,7 | -2,3  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -0,9 | -2,0 | -1,8  |       |       |       |       |
| <b>Südafrika</b>                   |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 0,5  | 0,8  | 1,3   | 0,5   | 0,4   | 1,1   | 1,1   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 4,5  | 3,3  | 4,4   | 3,0   | 2,9   | 3,4   | 3,9   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -4,4 | -4,0 | -4,8  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -0,7 | -0,3 | -0,3  |       |       |       |       |
| <b>China</b>                       |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 5,0  | 4,8  | 4,0   | 5,4   | 5,3   | 4,8   | 3,9   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 0,2  | 0,2  | 1,0   | -0,1  | 0,0   | 0,1   | 1,0   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -7,4 | -7,6 | -7,6  |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | 2,3  | 1,5  | 1,0   |       |       |       |       |
| <b>Brasilien</b>                   |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 3,4  | 2,4  | 1,4   | 3,8   | 2,5   | 1,7   | 1,7   |
| Inflation (in % gg. Vj.)           | 4,4  | 5,2  | 4,0   | 5,0   | 5,4   | 5,4   | 5,0   |
| Budgetsaldo (in % des BIP)         | -8,5 | -8,5 | -10,2 |       |       |       |       |
| Leistungsbilanz (in % des BIP)     | -2,8 | -3,1 | -2,7  |       |       |       |       |
| <b>Mexiko</b>                      |      |      |       |       |       |       |       |
| Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.) | 1,4  | 0,7  | 1,4   | 0,6   | 1,1   | 0,2   | 1,1   |
| 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](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

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

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)**

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

|  |                        |
|--|------------------------|
| <b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>                                    | zwölf Monate           |
| Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>                             | ein Monat              |
| Analysen zur Asset Allocation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ): | ein Monat              |
| Euro-Stoxx-Branchenstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):   | ein Monat              |
| Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):              | drei Monate            |
| <b>Aktienindizes (fundamental):</b>                                | drei Monate            |
| <b>Währungsräume:</b>  | sechs bis zwölf Monate |
| <b>Gewichtung von Marktsegmenten:</b>                              | sechs Monate           |
| <b>Gesamtmarktstrategie</b>  | sechs Monate           |
| <b>Branchenstrategie Unternehmensanleihen</b>                      | sechs Monate           |
| <b>Strategie Covered Bonds:</b>                                    | sechs Monate           |
| <b>Derivate</b>  |                        |
| (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):                              | ein Monat              |
| <b>Rohstoffe:</b>  | 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) **eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

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

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://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](http://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.

|   |  |                               |                       |
|---|--|-------------------------------|-----------------------|
| <b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b> | Bereichsleiter   | +49 – (0)69 – 74 47 – 69 62   | H.-Theo Brockmann     |
| <b>Vertrieb Finanzinstitutionen</b>         | Abteilungsleiter   |                               | N.N.                  |
|   | 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     |
| <b>VRB Vertrieb Eigengeschäft</b>           | 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           |
|   | Eigengeschäft und Geldmarkt  | +49 – (0)69 – 74 47 – 34 88   | Christian Thomas      |
|   | Vertriebsmanagement  | +49 – (0)511 – 99 19 – 70 0   | Carolin Gerhard       |
|   | Produktmanagement  | +49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0 | Bernd Rohleder        |
| <b>GenoBanken Gesamtbanksteuerung</b>       | 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 – 14 39   | Jannis Wrackmeyer     |
| <b>Firmenkunden</b>                         | 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           |
| <b>Emittenten (DCM)</b>                     | 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     |
| <b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>           | DZ BANK Produkte   | +49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00 | wertpapiere@dzbank.de |