



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Die Schulden werden die deutsche Konjunktur zeitverzögert beleben

Der Investitionsbedarf in die Infrastruktur ist immens, die Schätzungen für das notwendige Volumen zum Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands bewegen sich zwischen 400 Mrd. und 600 Mrd. Euro für die nächsten zehn Jahre. Damit wäre das angekündigte Sondervermögen in Höhe von 500 Mrd. Euro keinesfalls zu niedrig angesetzt. Was die künftige Regierung allerdings unter wichtigen Infrastrukturbereichen versteht, ist bislang nur in groben Zügen definiert. In der schriftlichen Vereinbarung von Union und SPD heißt es, die Ausgaben sollten insbesondere in die Bereiche Zivilschutz, Verkehr, Krankenhäuser, Energie, Bildung, Pflege, Wissenschaft, Forschung, Entwicklung und Digitalisierung fließen. Das lässt Interpretationsspielraum. Ein Ausführungsgesetz mit Details soll im neuen Bundestag verabschiedet werden.

Welche Effekte für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland sind zu erwarten? Das Sondervermögen ist auf zehn Jahre angelegt, das entspräche einer zusätzlichen Investitionssumme von rund 1,2 % des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Jahr. Bei den Verteidigungsausgaben ist mit einem deutlichen Anstieg auf 3% des BIP zu rechnen. Damit dürfte man nicht nur das bisherige Nato-Ziel von 2% des BIP übertreffen, man würde auch den veränderten sicherheitspolitischen Rahmenbedingungen Rechnung tragen. Insgesamt dürften die Staatsausgaben und die öffentlichen Investitionen um mindestens 2% des BIP steigen. Wie hoch der Anstieg der Staatsausgaben in den kommenden Jahren per Saldo tatsächlich ausfallen wird, hängt natürlich auch davon ab, ob in den Verhandlungen noch Einsparungen an anderer Stelle durchgesetzt werden können. Erfahrungsgemäß ist eine Einigung in diesem Bereich deutlich schwieriger. Für die konjunkturellen Effekte wäre entscheidend, wie schnell die neuen Mittel eingesetzt werden können. Hier kommt der von allen Seiten geforderte Abbau des bürokratischen Regulierungsdschungels ins Spiel, damit die Mittel tatsächlich auf die „Straße und Schiene“ kommen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass beide Bereiche – Infrastrukturinvestitionen und Beschaffung von Rüstungsgütern – einen längeren Vorlauf benötigen, bis erste Wachstumseffekte zu verzeichnen sind. Bis der neue, höhere Ausgabenpfad erreicht ist, wird die Wirtschaftsleistung über mehrere Jahre hinweg stärker wachsen.

Sicherlich gibt es an der einen oder anderen Stelle kleinere Projekte, die zeitnah und damit auch schon in der zweiten Jahreshälfte angeschoben werden könnten. In unserer Prognose für die deutsche Wirtschaft berücksichtigen wir aber einen größeren notwendigen Vorlauf. Im laufenden Jahr 2025 dürfte das Wirtschaftswachstum daher mit 0,2 % nur knapp über der Nulllinie liegen. Aber selbst dies wäre nach zwei Jahren rückläufiger Wirtschaftsleistung ein kleiner Schritt in die richtige Richtung. Im kommenden Jahr 2026 dürften sich die staatlichen Ausgabenerhöhungen bereits deutlicher bemerkbar machen. Wir heben daher unsere Prognose für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 0,8 % auf 1,8 % an.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
21.3.2025 14:35 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EUR-USD: Neues Spiel, neues Glück	2
Japan: Yen im Spannungsfeld zwischen Lohndruck und US-Zollpolitik	3
Großbritannien: Probleme, egal wohin man schaut	5
Schweiz: SNB und Franken nach (vermutlich) letztem Zinsschritt	6
Australien & Neuseeland: Trübes Risikosentiment vs. Wachstumshoffnungen	8
Kanada: Innen- und außenpolitische Querelen	10
Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden beendet – in Norwegen vor dem Start	12
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: Revidierte CE3-Prognosen	14
Türkei & Südafrika: Politische Konflikte im Mittelpunkt	16
China: Bisher nur subtile Gegenmaßnahmen gegen US-Zölle	18
Brasilien & Mexiko: Notenbanken aktiv, aber in unterschiedlicher Richtung	20
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	23
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	26
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	27
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	28
I. IMPRESSUM	29

Editor:
Mario Schimmels, ANALYST

René Albrecht, Analyst
Dr. Christoph Swonke, Economist

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Neues Spiel, neues Glück

Dem Euro ist in den vergangenen Wochen eine schon fast als dramatisch zu bezeichnende Aufwertung gelungen, die EUR-USD zu seinem höchsten Stand seit dem vergangenen Oktober verhalf. Doch nicht nur gegenüber dem ohnehin angeschlagenen Dollar konnte sich der Euro durchsetzen, auch im breiteren G10-Vergleich hat er derzeit die Nase klar vorne. Ist die Zeit der Euro-Bullen gekommen?

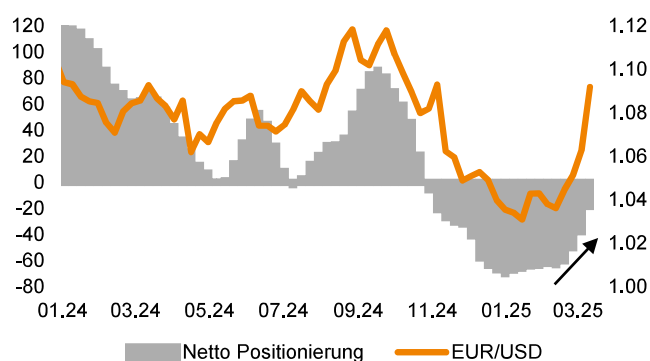
Die Gründe für die jüngste EUR-USD Rallye sind unschwer zu identifizieren. Dem Dollar schadet der harsche Politikstil des Präsidenten, der sicherlich dazu beigetragen hat, dass sich die Konjunkturperspektiven für die USA seit seinem Amtseintritt eingetrübt haben. Hier und da war zuletzt sogar von „Trumpcession“ die Rede. Gleichzeitig haben die jüngsten Entwicklungen in Europa, vor allem in Deutschland, das scheinbar Unmögliche möglich gemacht: der Euro gewinnt aus eigener Kraft an Wert. Der Bundestag hat vor einigen Tagen Sondervermögen für Infrastrukturinvestitionen in Höhe von 500 Mrd. Euro und eine Aussetzung der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben beschlossen. Heute ist der Bundesrat gefragt. Gelingt der politische Drahtseilakt, werden die konjunkturellen Weichen für die kommenden Jahre neu gestellt. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 2025 wäre mit ersten, wenngleich zaghaften, wirtschaftlichen Auswirkungen zu rechnen. Voll zum Tragen kommen die geplanten Investitionen jedoch dann vor allem in den nächsten Jahren. Die Wachstumsaussichten für 2026 und 2027 hellen sich somit deutlich auf. Sollten wir unsere bisherige EUR-USD-Prognose, die von Kursen um und sogar unter der Parität ausgeht, nun durch eine bullische EUR-Story ersetzen? Ganz so einfach ist es wohl nicht.

EUR-USD legt dynamisch zu

Der Euro profitiert von Konjunkturerwartungen in der Eurozone...

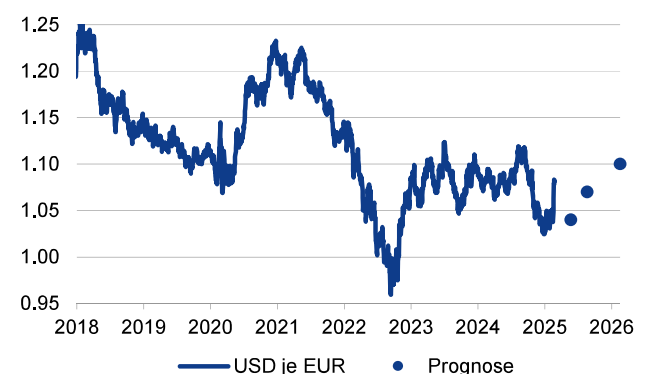
...während in den USA eher die Konjunktursorgen überwiegen

Spekulative EUR-USD-Positionen bewegen sich in Richtung neutral
Netto-Positionierung (L.S.); EUR-USD (R.S.)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

EUR-USD: Neue Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Zunächst sollte bei aller verständlichen Freude darüber, dass sich endlich etwas tut, nicht außer Acht gelassen werden, dass von den aktuellen Planungen hin zu tatsächlich höherem Wachstum noch ein langer und wahrscheinlich steiniger Weg zurückzulegen ist. Zunächst muss die Frage der Finanzierung geklärt werden und natürlich sichergestellt sein, dass die avisierten Großprojekte nicht im Sumpf der deutschen Bürokratie verenden. Auch mit der Frage möglicher Einsparungen an anderer Stelle sollte sich auseinandergesetzt werden und es wird signifikanter Reformen bedürfen, um den Standort Deutschland wieder attraktiver zu machen. Die neue Regierung unter Friedrich Merz hat sich viel vorgenommen und das bei

Die Euphorie des Euros erscheint angesichts der signifikanten Hürden, die der deutschen Regierung bevorstehen, verfrüht

denkbar knappen Mehrheiten im neuen Bundestag. Die aktuelle Feierlaune des Euros erscheint bei genauerer Betrachtung also deutlich überzogen oder zumindest deutlich verfrüht.

Auch das leidige Zollthema könnte dem Euro noch mal ein Bein stellen. Aktuell scheint der Markt die Gefahren, die von einer weiteren Eskalation des Handelsstreits mit den USA ausgehen, als eher moderat einzuschätzen. Doch spätestens Anfang April dürften wir mit der harschen Realität konfrontiert werden. Wir gehen davon aus, dass die US-Regierung dann neue bzw. höhere Zölle verhängen wird, die die Konjunkturerwartungen für die Eurozone wieder etwas einfangen dürften.

Auf Sicht der kommenden drei Monate sehen wir somit erhebliches Korrekturpotenzial für EUR-USD und damit eine Rückkehr zu Kursen um 1,04 USD, die wir vor dem jüngsten Kursfeuerwerk gesehen haben. Eine dynamischere Abwertung in Richtung der Parität, oder gar auf Kurse darunter, die wir bislang in unserer Prognose unterstellt hatten, ist nun jedoch sicherlich nicht mehr zu erwarten. Tatsächlich dürften sich die Aussichten des Euros dann auch auf Sicht von 6-12 Monate wieder bzw. weiter aufhellen. So komplex und politisch schwierig die Pläne der deutschen Regierung sein mögen, sehen wir in ihnen eine echte Chance für Deutschland (und die Eurozone).

Und schließlich gibt es auf der anderen Seite des Atlantiks ebenfalls gute Gründe davon auszugehen, dass der Dollar kein dauerhaftes Comeback erlebt. Bereits in unserer bisherigen Prognose waren wir davon ausgegangen, dass die amerikanische Währung im zweiten Halbjahr wieder schwächer wird. Hier sind vor allem der erratische Politikstil Trumps aber auch wirtschaftliche und fiskalpolitische Risiken zu nennen. Bislang hatten wir hieraus nur ein sehr moderates Aufwertungspotenzial für EUR-USD abgeleitet, da dem Dollar in unserem bisherigen Bild ein weiterhin sehr schwacher Euro gegenüberstand. Mit einem nun stärkeren Euro als Gegenpart ergibt sich hieraus u.E. nach das Potenzial einer dauerhafteren Aufwertung in Richtung der Marke von 1,10 USD. Sollte es Europa/Deutschland gelingen, den großen Wurf zu machen, wäre sicherlich mehr Luft nach oben. Die vielen Risiken auf dem Weg zu einer echten wirtschaftlichen und strukturellen Reform sind aus unserer Sicht derzeit allerdings noch zu groß, um zu echten Euro-Bullen zu werden.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Gleichzeitig scheint der Markt das Risiko „Zölle“ derzeit fast komplett auszublenden

Auf Sicht der kommenden Wochen und Monate ist zunächst mit einer signifikanten EUR-USD Korrektur zu rechnen

Mittel- und längerfristig haben sich die Perspektiven aufgehellt und wir haben unsere 12M-Prognose auf 1,10 USD angehoben

Japan: Yen im Spannungsfeld zwischen Lohndruck und US-Zollpolitik

Japans Geldpolitik, und damit letztlich auch der Yen, sind in den kommenden Wochen **mit zwei gegensätzlichen Kräften konfrontiert**. Auf der positiven Seite, die für weitere Leitzinserhöhungen und Yen-Kursgewinne spricht, ist die Entwicklung auf der Inflationsseite zu nennen, insbesondere die große Shunto (=Frühlings) **Tarifrunde**. Auf der anderen Seite steht das große Risiko der **US-Zollpolitik mit dem näher rückenden Stichtag 1./2. April**.

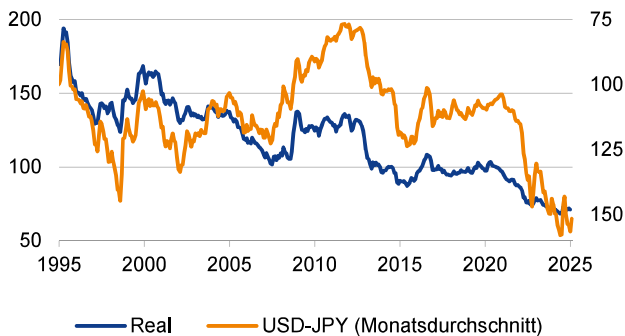
Gegensätzliche Kräfte am Werk

Auch die Bank von Japan (BoJ) nennt genau dieses Spannungsfeld beim Namen: **Steigende Lebensmittelkosten und stärkeres Lohnwachstum könnten die Inflation in die Höhe treiben**, weswegen man genau auf den inländischen Preisdruck achte, so BoJ-Chef Ueda kürzlich. Noch wichtiger ist seine ausdrückliche Warnung vor den „**zunehmenden globalen wirtschaftlichen Unsicherheiten**“. Der

BoJ spielt auf Zeit, keine Hinweise auf nächsten Zinsschritt

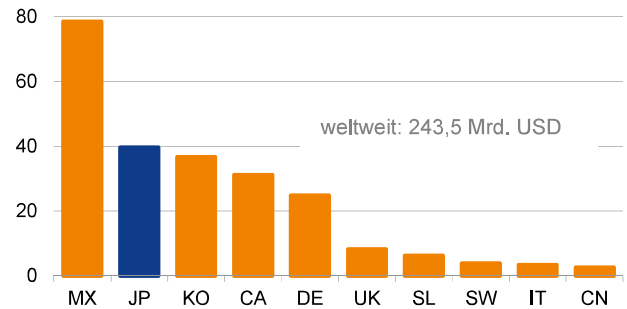
Zeitpunkt weiterer Zinsschritte würde von den Auswirkungen der US-Zölle abhängen. Damit spielt Ueda nicht nur unmittelbar auf Strafzölle gegen sein eigenes Land an, sondern auch auf die negativen Rückkoppelungen, die es aus China und den anderen asiatischen Ländern geben könnte.

Anlass für US-Zölle? Yen ist langfristig noch immer sehr, sehr schwach
Realer, effektiver Yen-Index (L.S.) und USD-JPY (R.S., invers)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Japans Automobil-Industrie fürchtet US-Zollschock
US-Autoimporte („Passenger vehicles and light trucks“), Stand 2024, in Mrd. USD



Quelle: US International Trade Administration, DZ BANK

Schon heute sind die japanischen Exporte von den frisch verhängten 25%igen Strafzöllen auf Aluminium und Stahl betroffen. **Anfang April droht im Zuge einer großen US-Überprüfung eine ganze Welle neuer Zölle.** Japan könnte wegen mehrerer Punkte in die Schusslinie geraten: Trotz zuletzt festerer Notierungen ist der **Yen im langfristigen Vergleich noch immer sehr schwach und damit mutmaßlich eine Benachteiligung für die US-Firmen** (=nicht-tarifäres Handelshemmnis). Japan ist aufgrund seiner geringen Selbstversorgerquote von unter 40% zwar stark von **Lebensmittelimporten abhängig. Die Importe sind aber stark reguliert**, und die Einfuhrvorschriften sehr komplex, was ebenfalls zum Anlass für US-Zölle werden könnte. Und nicht zuletzt ist **Japans Automobilindustrie legendär** und damit eine potenzielle Gefahr für die (mutmaßlich schutzbedürftige) US-Konkurrenz. Neu ist das protektionistische Gebaren nicht, es erinnert stark an den Handelskrieg von 2018 und die **Eskalation aus den 80er-Jahren unter Reagan**. Damals lag der US-Fokus auf der Autoindustrie. Japan drosselte auf Druck der USA seinen Export, was zu einer Verknappung des Angebots bei gleichzeitig ungebrochen hoher US-Nachfrage nach Autos und höheren Gewinnmargen für Japans Exporteure geführt hatte. Die gewünschte Renaissance der US-Automobilindustrie blieb dagegen aus.

Trump zieht in den Handelskrieg gegen Japan – mal wieder

Zuletzt hatte Präsident Trump gedroht, **ab 2. April zusätzlich 25% auf alle Auto-Importe** erheben zu wollen. Der japanischen Bitte nach einer Ausnahmeregelung für enge US-Verbündete hat Handelsminister Lutnick bereits eine klare Absage erteilt. **Autos machen mehr als ein Viertel der japanischen Exporte in die Vereinigten Staaten aus, entsprechend deutlich wären die Folgen für Japans Wirtschaft, vermutlich auch außerhalb des Automobilsektors.** Welche Zölle Anfang April konkret verhängt (und nach Verhandlungen womöglich wieder zurückgenommen) werden, ist nicht seriös vorherzusagen. Dass auf den Yen Anfang April ein zollpolitischer Tiefschlag aus den USA wartet, muss dagegen fest einkalkuliert werden. Erst wenn diese Hürde gemeistert ist, kann sich der Devisenmarkt wieder der Bank von Japan und ihren Zinserhöhungsplänen zuwenden.

Großes Ereignisrisiko 2. April

Großbritannien: Probleme, egal wohin man schaut

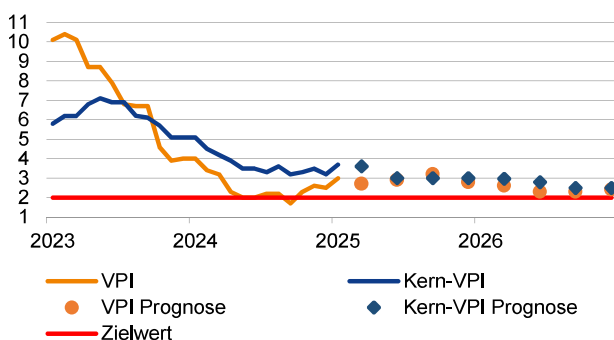
Wenn es langsam Frühling wird, hellt sich mit dem Wetter in der Regel auch die Stimmung auf. Dieser Frühling dürfte indes weder der Bank of England (BoE) noch der britischen Finanzministerin in guter Erinnerung bleiben. Zahlreiche Probleme harren einer Lösung, vor allem Inflation, stagnierende Wirtschaft, die angespannte fiskalische Lage und die Trump'sche Tarifpolitik.

Zwar hat das **Erreichen des Inflationsziels höchste Priorität** für die BoE, doch zählen auch das Wirtschaftswachstum und die Sicherung eines hohen Beschäftigungsniveaus zu ihren vorrangigen Zielvorgaben. Angesichts einer stagnierenden Konjunktur und einer Inflationsrate, die nicht nur aktuell über dem Zielwert liegt, sondern dort voraussichtlich noch mindestens ein Jahr oder länger verharren wird, steht die BoE vor einem Dilemma: Während eine Zinssenkung vonnöten ist, um die Konjunktur anzukurbeln, **bedeutet die anhaltende Teuerung, dass die restriktive Geldpolitik fortgesetzt werden muss, um den Inflationsdruck unter Kontrolle zu halten**. Daher wird sich die BoE in diesem Jahr wohl eher zurückhalten, was weitere Zinssenkungen angeht. Zwar **sehen wir für den Rest des Jahres noch Spielraum für zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Bp**, doch **bleibt die britische Geldpolitik damit weiterhin restriktiv**, vor allem im Vergleich zur EZB. Allerdings könnte die Zollpolitik dieses Bild trüben. So würde ein Rückgang der britischen Exporte in die USA die Konjunktur dämpfen, während etwaige Vergeltungsmaßnahmen aus Downing Street auf US-Zölle die Inflation antreiben würden. **Falls es zu einem Zollkrieg kommen sollte, müsste die BoE ihre Politik neu justieren.**

Geld- und Fiskalpolitik stark unter Druck

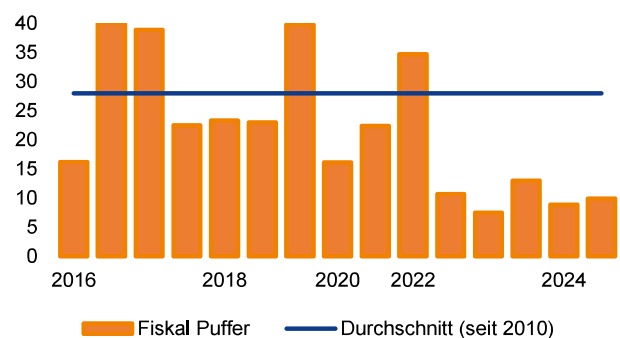
Balanceakt der BoE zwischen Inflationskontrolle und Konjunkturförderung

Inflation wird 25/26 voraussichtlich über dem BoE-Zielwert verharren, was den Spielraum für geldpolitische Lockerungen einschränken dürfte in % (J/J); DZ BANK Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Spielraum für finanzpolitische Fehler in dem im Oktober 2024 vorgestellten Haushalt so gut wie verschwunden
Fiskalpuffer in Mrd. GBP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In ihrem Haushalt vom Oktober 2024 verordnete sich Finanzministerin Rachel Reeves selbst eine **neue finanzpolitische Vorgabe, mit der die Einnahmen und die täglichen Ausgaben im Haushaltsjahr 2029/30 im Gleichgewicht sein sollen**. Ähnlich wie ihre Vorgänger ließ sich Reeves einen finanzpolitischen Spielraum von 9,9 Mrd. GBP, um auf unvermutete wirtschaftliche Erschütterungen reagieren zu können. Allerdings ist dies ein **weitaus geringerer Betrag, als die meisten ihrer Vorgänger in den Jahren seit der globalen Finanzkrise für notwendig erachtet hatten**, wenngleich er sich auch nicht grundlegend von den Fiskalpuffern der letzten Jahre unterscheidet. Seit der Vorstellung ihres Haushalts hat jedoch die Kombination aus langsamerem Wirtschaftswachstum und höheren Staatsausgaben dazu geführt, dass das **Haushaltsdefizit größer als erwartet**

In ihrem Oktober-Haushalt stellte die Finanzministerin ein neues finanzpolitisches Ziel auf ...

... gegen das sie wohl bald verstoßen wird

ausgefallen ist. Überdies sind die Gilt-Renditen unerwartet stark gestiegen und damit auch die Haushaltslücke. Da die Inflation in den nächsten zwei Jahren über dem Zielwert der BoE liegen wird und etwa 25% des britischen Staatsanleihemarktes (Inflations-) indexgebunden sind, ist es eher unwahrscheinlich, dass die Finanzierungskosten am Anleihemarkt deutlich zurückgehen werden.

Wenn das unabhängige Office for Budget Responsibility (OBR) am 26. März seine Einschätzung der Wirtschaftslage und der Prognosen der Finanzministerin vorlegt, könnte **Reeves angesichts der von ihr selbst aufgestellten fiskalischen Regeln vor dem Dilemma stehen, entweder gegen ihre eigenen Regeln zu verstoßen oder die Steuern zu erhöhen oder die öffentlichen Ausgaben zu kürzen**. Damit befindet sie sich politisch und im Hinblick auf die Finanzmärkte in einer Zwickmühle: Ihre Glaubwürdigkeit steht auf dem Spiel.

OBR verkündet Ende März seine Einschätzung zum finanzpolitischen Spielraum

Vor diesem Hintergrund dürfte das Pfund einen recht turbulenten Handel erleben. Hinzukommt die unberechenbare amerikanische Zollpolitik, die das Bild noch weiter eintrübt. Die ungewissen Aussichten spiegeln sich auch in der Nettopositionierung der GBP-USD-Futures-Kontrakte wider. Mit rund 29.000 Netto-Long-Positionen (das Allzeithoch im vergangenen Juli lag bei 142.000 Netto-Long-Positionen) ist das eher überschaubar und spiegelt die mangelnde Bereitschaft wider, sich bei so viel Ungewissheit auf eine bestimmte Richtung am Markt festzulegen.

Pfund Sterling: turbulenter Handel zu erwarten

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

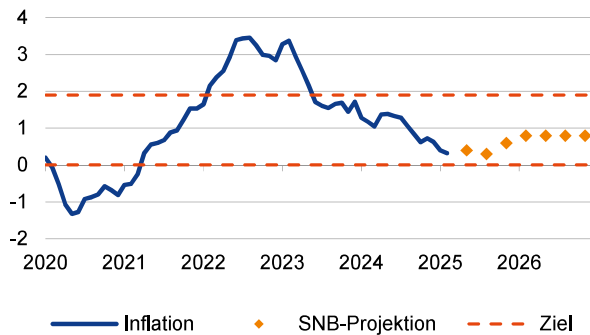
Schweiz: SNB und Franken nach (vermutlich) letztem Zinsschritt

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat gestern das fünfte Mal in Folge ihren Leitzins gesenkt und das Zinsniveau damit auf 0,25% gebracht. **Die SNB war die erste der großen Notenbanken, die in diesem Zyklus mit monetären Lockerungen begonnen hat – und sie dürfte die erste sein, die aufhört**. Auch wir rechnen damit, dass der Schritt vom 20. März der letzte nach unten war, selbst wenn wir das Problem mit der Niedriginflation noch nicht für gelöst halten. Letzteres sieht die SNB anders: Ihre bedingte Inflationsprognose liegt über den gesamten Prognosehorizont **im Bereich der Preisstabilität** (0,4% für 2025, 0,8% für 2026 und 0,8% für 2027, jeweils Jahresdurchschnitt). Während wir hier eher von dauerhaft zu niedriger Inflation sprechen würden, gelten diese Werte für die SNB als „preisstabil“, da sie nach eigenen Worten **innerhalb ihres Zielbands von 0-2% keine Präferenz hat**. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen ist daher denkbar gering.

SNB (vermutlich) am Ende ihrer Zinssenkungen: First in - First out

SNB sieht Inflation im Bereich der Preisstabilität

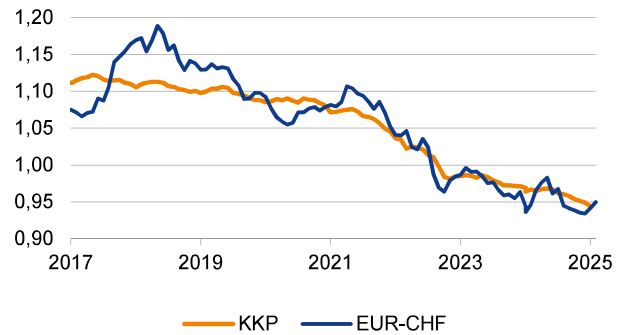
Konsumentenpreise, in % (J/J) und SNB-Projektion vom 20.03.2025



Quelle: SNB, LSEG, DZ BANK

Wechselkurs lässt keine fundamentale Fehlbewertung erkennen

EUR-CHF und fairer Kurs laut Kaufkraftparität



Quelle: LSEG, DZ BANK

Auffällig viel Zeit hat SNB-Chef Schlegel beim gestrigen Mediengespräch dem Thema „Interventionen“ gewidmet. Über die übliche Phrase hinaus („Wir sind zu Interventionen bereit, wenn sie erforderlich werden“), gab es einen offenbar direkt an die USA gerichteten Hinweis. **Die Schweiz sei kein Währungsmanipulator, Eingriffe am Devisenmarkt hätten nicht das Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportindustrie zu stärken.** Für die SNB sind Interventionen ein reguläres geldpolitisches Instrument zur Steuerung der Liquiditätsversorgung – ob die US-Administration diese Sicht teilt, darf bezweifelt werden. **Da die Schweiz seit drei Jahren allerdings nicht in nennenswertem Umfang zur Schwächung ihrer Währung interveniert** (und sich damit mutmaßlich einen Vorteil gegenüber der US-Konkurrenz verschafft) hat, könnte es bei einer mündlichen Verwarnung bleiben, wenn die USA im April weltweit mit Zöllen aufgrund unfairer Handelspraktiken um sich werfen. Das größte Ereignisrisiko für EUR-CHF ist daher nicht die US-Zollpolitik, sondern ein **Durchbruch bei den Friedensverhandlungen in der Ukraine**, der wohl für große Bewegung am Devisenmarkt sorgen würde.

Drohen US-Zölle aufgrund von Währungsmanipulation?

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

Australien & Neuseeland: Trübes Risikosentiment vs. Wachstumshoffnungen

Die breit angelegte USD-Schwäche in den letzten Wochen aufgrund von US-Rezessionssorgen (Stichwort: „Trumpcession“) ließ zwar auch AUD-USD größtenteils wieder oberhalb der Marke von 0,63 USD notieren, allerdings konnten **viele andere Währungen unserer Coverage größere Kursgewinne** erzielen. Für die vergleichsweise schwache Performance waren sowohl globale als auch inländische Faktoren verantwortlich. Die US-Zollpolitik ist hierbei der globale negative Treiber, allerdings nicht aufgrund von möglichen Zöllen auf australische Produkte: Australien ist einer der wenigen großen US-Handelspartner, die **gegenüber den USA sogar ein Handelsbilanzdefizit** ausweisen, und Zölle ganz umgehen könnten. Vielmehr leidet der „Aussie“ aktuell immer wieder unter **Rückschlägen des (globalen) Risikosentiments**, denn ein möglicher Handelskrieg zwischen den USA und China könnte australische Exporteure – und somit den australischen Dollar – empfindlich treffen. Der inländische Faktor betrifft die Einleitung des Zinssenkungszyklus der Reserve Bank of Australia (RBA): Gouverneurin Bullock als auch Vize-Gouverneur Hauser hatten nach der Zinsentscheidung im letzten Monat zu erkennen gegeben, dass der **ersten geldpolitischen Lockerung seit 2020** nicht automatisch weitere folgen werden. Trotz dieser durchaus „hawkishen“ Kommentare **preisten Geldmarktteilnehmer in den letzten Wochen zunehmend stärkere Zinssenkungen** ein.

Mit der Zinssenkung hatten die australischen Währungshüter die Tatsache begrüßt, dass der **Disinflationsprozess im vergangenen Jahr erfolgreicher war als zunächst angenommen** – die von der RBA präferierte Kerninflation (Trimmed-Mean Inflation) liegt seit Dezember erstmals seit drei Jahren wieder im Inflationszielband der Notenbank von 2-3%. Die jüngsten Inflationsdaten von Februar waren insgesamt ermutigend: Die Gesamtinflationsrate verharrte sogar überraschend bei 2,5% (Konsens: 2,6%; je J/J), während die Trimmed-Mean Inflation leicht auf 2,8% (J/J) beschleunigte. Auch wenn der leichte Anstieg der Kernrate sicherlich nicht im Sinne der RBA ist, so ist die Disinflation am aktuellen Rand schneller vorangeschritten als von den Stabsmitarbeitern prognostiziert. Was die **Wachstumssorgen auf kurze Sicht** betreffen, so kann man zumindest **vorsichtigen Optimismus** äußern: Das BIP-Wachstum zog im Schlussquartal 2024 mit +0,6% (Q/Q) an, das BIP pro Kopf wuchs zudem nach sieben Quartalen des Rückgangs erstmals wieder. Dennoch **bedarf es einer anhaltenden Belebung der Konsumausgaben**, die **etwa die Hälfte des australischen BIP** ausmachen, damit die Wachstumsprojektionen der RBA (2025: 2,1%; J/J) erreicht werden. Und diese fielen laut dem Indikator für die monatlichen Ausgaben der privaten Haushalte zu Jahresbeginn schwächer aus als vom Konsens erwartet - eine nachhaltige konjunkturelle Dynamik sollte daher letztlich von weiteren Lockerungsschritten der RBA begleitet werden. Die jüngste **überraschende Abkühlung des Arbeitsmarktes** im Februar, dessen Entwicklung momentan im Fokus der Notenbank ist, könnte dabei die Grundlage für weitere Zinssenkungen darstellen.

Marktseitig implizieren die australischen Cash Rate Futures aktuell Leitzinssenkungen um 67 Bp – und somit zwei bis drei weitere Lockerungen. Da wir einerseits **optimistischer als die RBA sind, was den weiteren Disinflationsprozess** in diesem Jahr betrifft, und gleichzeitig etwas **pessimistischer bzgl. des BIP-Wachstums** (Prognose BIP-Wachstum 2025 des DZ Research: 1,9%; J/J), rechnen wir auf 12M-Sicht mit **drei Zinssenkungen bis zu einer Terminal Rate von 3,35%**. Zwar sollte die RBA am Leitzinsniveau von 4,10% bei der kommenden Sitzung am 1. April festhalten, doch werden bei der darauffolgenden Sitzung die ersten vierteljährlichen und damit vollständigen Preisdaten des neuen Jahres vorliegen, die

Risk-Off als negativer Faktor für den australischen Dollar ...

... die Einleitung des RBA-Zinssenkungszyklus sowie zuletzt erhöhte Zinssenkungsfantasien belasten den „Aussie“ aber ebenfalls

Die Inflation verharrte zuletzt bei der von der RBA anvisierten Mittes des Inflationszielbandes bei 2,5% (J/J)

Das BIP-Wachstum beschleunigte im Schlussquartal 2024, ...

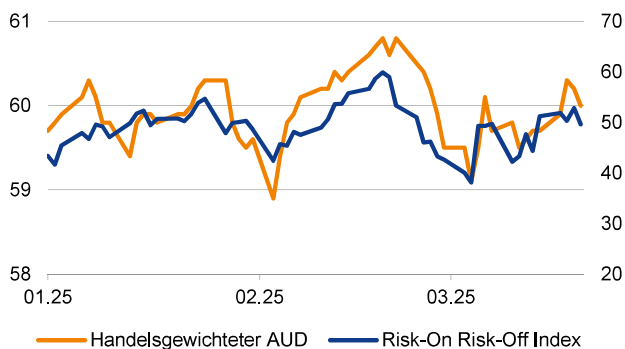
... allerdings enttäuschten die Konsumausgaben zu Jahresbeginn

Jüngste Abkühlung am Arbeitsmarkt spricht für weitere Zinssenkungen

Fortschritte bei der Disinflation sowie schwächer als von der RBA prognostiziertes BIP-Wachstum sprechen ebenfalls für weitere Zinssenkungen

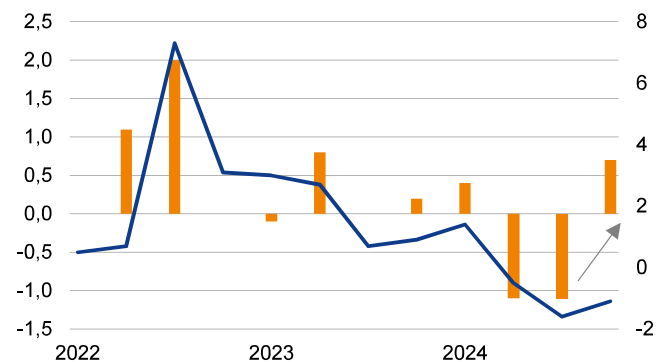
vor dem Hintergrund eines voraussichtlich schwächeren ersten Quartals - wir erwarten ein gedämpftes Wachstum von +0,3% (Q/Q) - einen nachlassenden Preisdruck zeigen sollten. Folglich rechnen wir mit der **nächsten Zinssenkung im Mai**, die marktseitig derzeit mit einer Wahrscheinlichkeit von gut 60% erwartet wird, was einen Grund für **niedrigere AUD-USD-Notierungen auf 3M-Sicht** darstellt. Auf **12M-Sicht** sollte der **australische Dollar** wiederum von einem **stärkeren Wirtschaftswachstum in Australien gegenüber den USA** profitieren, wir erwarten dementsprechend AUD-USD-Notierungen von 0,66 USD.

„Aussie“ zuletzt stark vom globalen Risikosentiment bestimmt
Handelsgewichteter AUD (L.S.), Index für Risikoaversion (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Wirtschaft hat in Q4 2024 Rezession hinter sich gelassen,
Jahresrate aufgrund starker Kontraktion in Vorquartalen (noch) negativ
Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Prozent; Q/Q (L.S.), J/J (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Neuseeland gab es vor gut zwei Wochen mit dem **Rücktritt von Notenbankchefs Adrian Orr**, der wohl aus „persönlichen Gründen“ drei Jahre vor dem geplanten Ende seiner zweiten Amtszeit zurücktrat, eine faustdicke Überraschung. Zunächst übernimmt **Vize-Gouverneur Christian Hawkesby** bis zum 31. März die Amtsgeschäfte, ab dem 1. April wird Finanzministerin Nicola Willis auf Empfehlung des RBNZ-Vorstands dann einen vorläufigen Gouverneur für bis zu sechs Monate ernennen – auch hier rechnen wir mit Hawkesby, der ein **gewisses Maß an Kontinuität** mitbringen sollte.

Überraschender Rücktritt von RBNZ-Chef Adrian Orr ...

... Vize-Gouverneur Hawkesby übernimmt

Für den geldpolitischen Pfad der Notenbank (RBNZ) dürfte der Wechsel an der Spitze somit keine Auswirkungen haben, wir rechnen nach wie vor mit **drei Zinssenkungen à 25 Bp bis zum Jahresende**, womit die RBNZ ihren geldpolitischen **Lockerungszyklus bei einem Leitzinsniveau von 3,00% beenden** würde. Bei der **kommenden Zinsentscheidung im April ist eine weitere Lockerung um 25 Bp mehr als sicher** – das haben nicht nur sowohl Orr als auch RBNZ-Chefvolkswirt Conway signalisiert, sondern wird marktseitig in den OIS-Forwards nahezu vollständig eingepreist (letzteres sollte dazu führen, dass der neuseeländische Dollar im Anschluss an die Sitzung nicht wesentlich unter Abgabedruck gerät). Ob die danach für Mai von den neuseeländischen Währungshütern ebenfalls in Aussicht gestellte Zinssenkung bereits folgt (oder erst im Juli), wird vor allem von der weiteren Inflationsentwicklung abhängen: Die selektiven Preisdaten von Januar hatten auf einen stärker als bislang erwarteten Inflationsanstieg hingewiesen, weswegen wir hinsichtlich einer Zinssenkung im Mai zunächst skeptisch waren. Die Februar-Daten wiederum, vor allem der Rückgang der Lebensmittelpreise, deuten darauf hin, dass sich die **Inflationsrisiken vorerst wieder abgekühlt haben**. Die Währungshüter dürften wohl die Q1-Inflationsdaten

April-Zinssenkung der RBNZ in trockenen Tüchern

Weitere geldpolitische Lockerung im Mai oder Juli

(Veröffentlichung: 17. April) abwarten, um zu entscheiden, ob Eile hinsichtlich einer weiteren Zinssenkung besteht oder nicht.

Was die Konjunktur betrifft, so hat die neuseeländische Wirtschaft wie marktseitig erwartet im Schlussquartal 2024 die **Rezession hinter sich gelassen**, das BIP-**Wachstum war mit +0,7% (Q/Q) dabei überraschend stark** (Konsens: +0,4%, RBNZ: +0,3%). Die konjunkturelle Erholung dürfte vorerst nicht inflationstreibend sein, so deuten einige Indikatoren auf ungenutzte Überkapazitäten in der Wirtschaft hin – in Kombination mit einem schwachen Arbeitsmarkt sind signifikante Preissteigerungen seitens Unternehmen bzw. die Durchsetzung von hohen Lohnforderungen seitens der Arbeitnehmer unwahrscheinlich.

NZD-USD dürfte auf 3M-Sicht aufgrund der bevorstehenden **Einführung der US-Zölle, die auf dem globalen Risikosentiment lasten**, nochmals **niedriger tendieren (0,56 USD)**. Anschließend dürfte der „Kiwi“ **von der konjunkturellen Erholung Neuseelands profitieren**, so deutet der Großteil der Frühindikatoren auf eine positive wirtschaftliche Entwicklung hin. Zu erwähnen sind außerdem einige Bestrebungen der Regierung unter Premierminister Luxon: Neben einem möglichen Freihandelsabkommen mit Indien, das auch Milchprodukte – Neuseelands wichtigste Exportgüter – umfassen soll, wird zum 1. April das „Golden Visa“-Programm vereinfacht, um wohlhabende Einwanderer zur Ankurbelung der Wirtschaft anzulocken.

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

Neuseelands Wirtschaft hat die Rezession im vierten Quartal 2024 überwunden

Rücksetzer des globalen Risikosentiments dürfte auf 3M-Sicht auf den NZD lasten...

... anschließend dürfte der NZD von der konjunkturellen Erholung Neuseelands profitieren

Kanada: Innen- und außenpolitische Querelen

Nach Monaten der politischen Querelen kündigte Kanadas Premier und Vorsitzender der Liberalen Partei, Justin Trudeau, Anfang Januar seinen Rücktritt an. Mitte März gab man dann den Sieger des Rennens um seine Nachfolge bekannt: Mit einem überwältigenden Ergebnis (85% der Stimmen) wählte die Partei den politischen Neuling und ehemaligen Gouverneur der Bank of Canada (BoC) Mark Carney zu ihrem Vorsitzenden und damit zum designierten Premierminister. Allerdings ist **Carney kein Abgeordneter und kann daher auch als Premier nicht an Debatten oder Abstimmungen im Unterhaus teilnehmen**. Das erschwert natürlich das Amt als politischer Führer. Carney wird daher wohl Neuwahlen ausrufen, bevor die Frist dafür im Oktober abläuft. Die **oppositionellen Konservativen dürften versuchen, die liberale Minderheitsregierung am ersten Sitzungstag des Parlaments am 24. März mit einem Misstrauensantrag zu Fall zu bringen**. So oder so ist damit zu rechnen, dass vorgezogene Neuwahlen stattfinden werden, möglicherweise schon im April oder Mai. Nachdem sie monatelang um rund 20 Prozentpunkte vor den Liberalen lagen, ist die Unterstützung für die Konservativen in den letzten Wochen jedoch abgebrockelt. Das dürfte in erster Linie an den Ausfällen von US-Präsident Trump gegen den Nachbarn im Norden liegen. Kanadas Konservative haben sich jedoch der Trump'schen Spielart des Populismus verschrieben. Mit der Verhängung von Zöllen auf kanadische Produkte und Trumps Vorstoß, das nördliche Nachbarland solle der 51. Bundesstaat der USA werden, sind die Konservativen in der Wählergunst gesunken. **Bis Ende Februar war der Vorsprung in den Wählerumfragen auf etwa acht Prozentpunkte geschrumpft, bis Mitte März sogar auf rund drei Prozentpunkte.**

Carney nach Trudeaus Rücktritt neuer Vorsitzender der Liberalen Partei und Premierminister

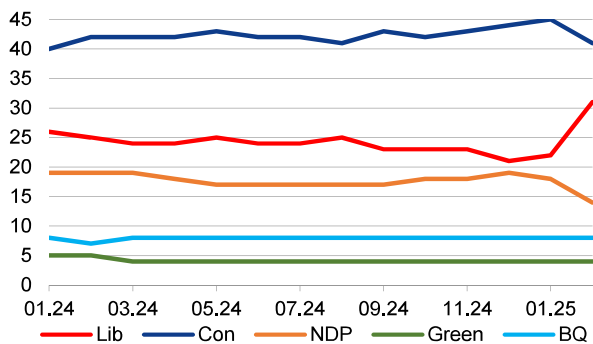
Vorgezogene Parlamentswahlen wahrscheinlich

Unterstützung der oppositionellen Konservativen wegen ihrer Nähe zu Trump und MAGA rückläufig

Angesichts derart knapper Umfrageergebnisse kann es durchaus sein, dass auch vorgezogene Neuwahlen keine Klarheit bringen und erneut eine Koalitionsregierung gebildet werden muss. Ein klarer Schwenk zu den Konservativen und ihrer wirtschaftsfreundlichen und auf Steuerentlastungen setzenden Agenda ist jedenfalls weniger wahrscheinlich. Die politische Ungewissheit könnte den kanadischen Dollar belasten, bis die Wahlergebnisse vorliegen.

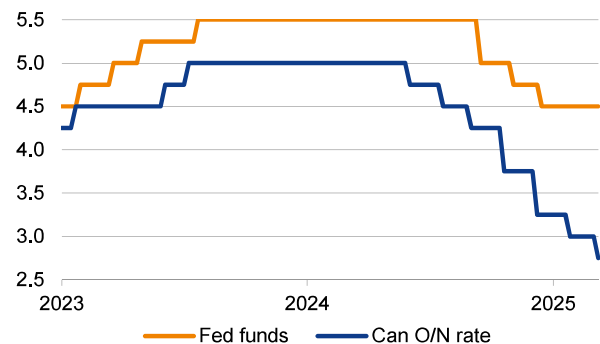
Parlamentswahlen keine Garantie für mehrheitsfähige Regierung

Liberal profitieren von Trumps Politik gegenüber Kanada – auf Kosten der populistischen Konservativen Partei Kanadas
Wahlabsichten in %



Quelle: 338 Canada, DZ BANK

BoC hat Zinsen sehr viel stärker als Fed gesenkt, dürfte jetzt aber eine Zinspause einlegen und den CAD so stabilisieren
in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

An der außenpolitischen Front ist es Trumps Zollpolitik, die die kanadische Wirtschaft sowie den CAD belastet und der Zentralbank Sorge bereitet. Der US-Präsident hat bereits Zölle von 25% auf Stahl- und Aluminiumimporte sowie weitere Produkte des nördlichen Nachbarn verhängt. **Für den 2. April planen die USA ein umfassenderes Maßnahmenpaket.** Für Kanada könnte dies durchaus ein deutlich verringertes Wirtschaftswachstum sowie erneuten Aufwärtsdruck auf die Inflation bedeuten. Die BoC hat ihre Geldpolitik bereits sehr viel stärker gelockert als die Fed. Zwar besteht noch etwas Spielraum für Zinssenkungen zur Stützung der Konjunktur und des Arbeitsmarktes, doch ist dieser jetzt begrenzt.

Trumps Zollpolitik verheißt nichts Gutes für die kanadische Wirtschaft – und das Ende der Fahnenstange ist noch nicht erreicht!

Damit sind die Aussichten für den kanadischen Dollar ungewiss. Bemerkenswert ist allerdings, dass die anfängliche Schwäche nach der ersten Runde Trump'scher Zolldrohungen – USD-CAD kletterte auf 1,48 CAD – nur sehr kurzlebig war. Seitdem hat sich das Währungspaar wieder auf einem Niveau um 1,44 CAD eingependelt. Der Markt hat die schlechten Nachrichten für den CAD im Hinblick auf Zölle und eine weitere Lockerung der Geldpolitik durch die BoC bereits größtenteils eingepreist. Daher wird die weitere Entwicklung wohl stark davon abhängen, wie es in den nächsten Monaten an der innenpolitischen Front und nicht zuletzt in den USA wirtschaftlich und geldpolitisch weitergeht. Es wäre durchaus nicht überraschend, wenn der angeschlagene Loonie sich wieder berappeln sollte, denn die Faktoren, von denen seine wichtigsten Gegenspieler profitierten, sind geschwächt.

BoC hat ihre Zinspolitik bereits stark gelockert

Ungewisse Aussichten für kanadischen Dollar

Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden beendet – in Norwegen vor dem Start

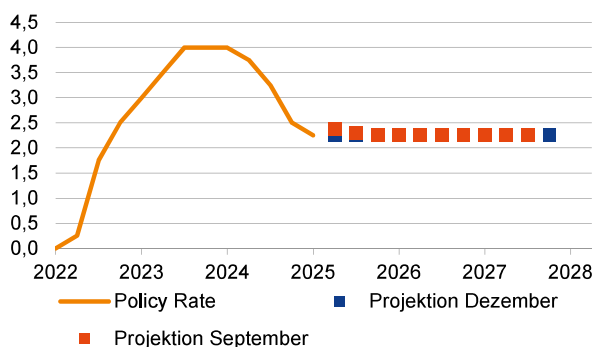
Das Inflationsmaß, auf das sich die Riksbank fokussiert, der Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz CPIF, lag im Februar bei 2,9% im Jahresvergleich, was einem Anstieg von 0,7 Prozentpunkten gegenüber Januar entspricht. Die Kerninflation, die die Energiepreise ausschließt, lag bei 3,0% im Jahresvergleich und dies entspricht einem Anstieg von 0,3 Prozentpunkten. **Sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation lagen damit deutlich über den Markterwartungen als auch über der jüngsten Prognose der Riksbank von 1,8%, beziehungsweise 2,4%.** Zwar könnte der Verbraucherpreisindex aufgrund des Korbefekts – Anpassungen des Index-Warenkorbs, die in Schweden üblicherweise jedes Jahr im Januar vorgenommen werden – etwas anfälliger für Revisionen sein. Dennoch spiegeln diese eine ungewöhnliche monatliche Dynamik wider.

Wir gehen davon aus, dass sich durch die Inflationsentwicklung die Wahrscheinlichkeit weiterer Leitzinssenkungen deutlich verringert hat. Zudem gab es jüngst Wirtschaftsdaten, die ebenfalls darauf hindeuten, dass die Riksbank mit einem Zinssatz von derzeit 2,25% recht zufrieden sein dürfte. So fiel das Wirtschaftswachstum für das vierte Quartal 2024 deutlich stärker als erwartet aus und die Produzentenpreise stiegen um 1,5 Prozentpunkte auf 3,5% (J/J). Auch angesichts der jüngsten Kommunikation erwarten wir, dass die Riksbank eine Warteposition einnehmen wird. EUR-SEK hat seit Anfang Februar merklich abgewertet, was vor allem auf ein freundlicheres Risikosentiment zurückzuführen sein dürfte. Wir halten diese Entwicklung für etwas überzogen und **gehen auf Sicht von zwölf Monaten von EUR-SEK-Notierungen um 11,25 SEK aus.**

Schwedens Inflation zu Jahresbeginn merklich angestiegen

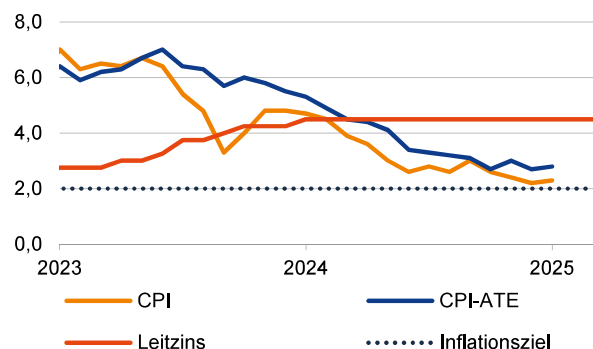
Riksbank dürfte Warteposition einnehmen – Krone bei 11,25 EUR-SEK erwartet

Schweden: Leitzinsprojektionen der Riksbank: 2,25%
in %



Quelle: LSEG, Riksbank

Norwegen: Inflation nahe am Ziel – Leitzinssenkungen absehbar
in %



Quelle: LSEG

Auch wenn der überraschende Inflationsschub vom Februar die Eintrittswahrscheinlichkeit hat sinken lassen, könnte Norwegens Zentralbank am 27. März die Leitzinswende einleiten und die Policy Rate um 25 Basispunkte auf 4,25% senken. Zumal der Ausschuss für Geldpolitik und Finanzstabilität der Norges Bank in seiner Sitzung am 22. Januar avisiert hatte, dass „die Zinssenkungen wahrscheinlich im März beginnen werden“. Allerdings sind die norwegischen Währungshüter neben der frischen Inflationsdynamik auch mit erheblichen Unsicherheiten sowohl für die globale als auch für die norwegische Wirtschaft konfrontiert. Man ist besorgt über die Gefahr einer Zunahme internationaler Handelshemmnisse. Höhere Zölle dürften das globale Wachstum dämpfen, die Auswirkungen auf die Preisaussichten in Norwegen

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

seien aber noch ungewiss. Damit reihen sich die norwegischen Währungshüter in den Reigen vieler ihrer Amtskollegen weltweit ein. Norwegens Exporte in die USA sind relativ begrenzt. In einigen Branchen exportieren Unternehmen jedoch große Mengen an Gütern in die USA, wie zum Beispiel Flugzeugteile, Baumaschinen und Möbel. Auch norwegische Unternehmen, die Zwischenprodukte für die Exporte anderer Länder in die USA herstellen, könnten betroffen sein. Für Norwegen könnten die indirekten Effekte über andere Handelspartner jedoch größer sein. Fast 70% der Warenexporte gehen in die EU. Die Auswirkungen auf die EU-Länder und ihre Reaktion darauf könnten erhebliche Effekte auf die norwegischen Exporte haben. Da sich die Wirtschaftsleistung des Festlandes (ohne die Offshore-Aktivitäten) im vierten Quartal überraschend stark abgeschwächt hat, **sich auch am Arbeitsmarkt eine leichte Entspannung zeigt und sich zudem die Inflation und Kerninflation weiter moderat abschwächen sollten, gehen wir davon aus, dass die Leitzinsen entsprechend dem Projektionspfad der Norges Bank gesenkt werden.** Dies würde auf Sicht von zwölf Monaten eine Senkung um 75 Basispunkte auf 3,75% bedeuten.

Die Krone dürfte durch die sich abzeichnende Leitzinswende kaum unter Druck kommen, da die Norges Bank sehr vorsichtig agiert und den Markt auf diesen Schritt gut vorbereitet hat. Zudem wird Norwegens Währung durch attraktive Renditeaufschläge – aktuell etwa 120 Basispunkte auf Bundesanleihen – und relativ stabil erwarteten Rohölpreisen um 75 USD/Barrel auf Drei- und Sechsmonatsfrist sowie 70 USD/Barrel auf Jahresfrist gestützt. **Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,70 NOK.**

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

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

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

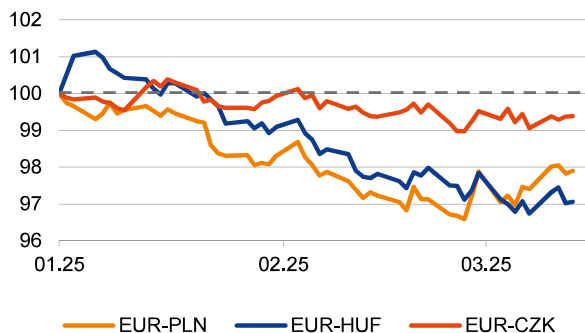
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Revidierte CE3-Prognosen

Die CE3-Währungen konnten in den ersten drei Monaten des Jahres ungeachtet diverser globaler Risiken gegenüber dem Euro Boden gutmachen. Als wesentlicher Unterstützungsfaktor ist hierbei die nationale Geldpolitik, welche in allen CE3-Staaten noch restriktiv ist, zu nennen. In ihrer umsichtigen Vorgehensweise einen die drei Zentralbanken ihre Inflationssorgen. In Polen haben diese dazu geführt, dass die dortige Zentralbank (NBP), anders als z.B. EZB und Fed, die Leitzinsen seit Herbst 2023 unverändert bei 5,75% belassen hat. Ihre ungarischen Amtskollegen nutzten zwar den geldpolitischen Spielraum, den ihr der zwischen Mitte 2023 und Herbst 2024 deutlich nachgelassene Preisdruck verliehen hat, um den Leitzins deutlich von 13% auf nun 6,50% zu senken. Angesichts der in den vergangenen Monaten wieder unerwartet deutlich gestiegenen Inflation haben sie jedoch ungeachtet der fragilen Konjunkturentwicklung seit Oktober letzten Jahres eine Pause in ihrem Leitzinssenkungszyklus eingelegt. Ähnlich verhalten sich die Währungshüter in Prag, welche angesichts wieder zugenommener Inflationsrisiken im Dezember und Januar auf weitere Leitzinssenkungen verzichtet haben und erst im Februar damit begonnen haben, die geldpolitischen Zügel, versehen mit einer „hawkishen“ Tonspur, weiter umsichtig zu lockern. Neben den weiterhin vergleichsweise hohen Leitzinsen profitierten die CE3-Währungen zuletzt auch von der massiven Erholung von Euro-Dollar sowie den immer wieder aufkommenden Hoffnungen auf ein Ende des Ukraine-Kriegs, welches die geopolitischen Risiken in dieser Region spürbar verringern würde.

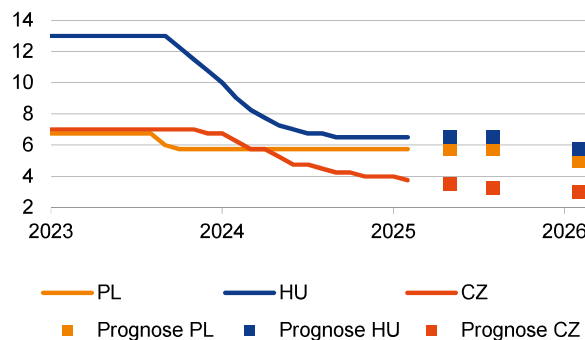
Leitzinspolitik als
Unterstützungsfaktor Nr. 1

CE3-Währungen trotzen (globalen) Risiken – noch!
indexiert, 01.01.2025=100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

CE3-Notenbanken einen Inflationssorgen
Nationale Leitzinsentwicklung und DZ BANK Prognosen, alle Werte in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Unserer Einschätzung zufolge dürfte der Gegenwind für alle CE3-Währungen auf Sicht von drei Monaten zunehmen. Danach sollten sich die Wege von Zloty und Co. allerdings vorübergehend trennen. So gehen wir davon aus, dass die Landeswährungen von Polen und Ungarn gegenüber dem Euro auch auf Sicht von sechs Monaten noch einen schwereren Stand haben sollten, während die Tschechische Krone in diesem Zeithorizont hingegen bereits wieder etwas Boden gutmachen dürfte. Auf Jahressicht gestehen wir dann wieder allen CE3-Währungen Kursgewinne gegenüber dem Euro zu.

Die Zeit spielt den CE3-Währungen
in die Hände

Dass Zloty und Co. zur Jahresmitte kürzertreten dürften, ist maßgeblich dem von uns für das zweite Quartal prognostizierten US-Zollschock geschuldet. Dieser

US-Zollschock in Q2 sollte für
konjunkturelle Unsicherheit sorgen

sollte nicht nur in der EWU für eine vorübergehend merklich schwächere Wirtschaftsleistung sorgen. Vielmehr rechnen wir angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtungen der CE3-Staaten mit der E(W)U (insbes. Deutschland) damit, dass in diesem Umfeld auch die konjunkturelle Dynamik in Osteuropa merklich gebremst wird. **Wenngleich allein diese spürbaren konjunkturellen Risiken ausreichen sollten, um Zloty und Co. zu verunsichern, so kommt erschwerend hinzu, dass dann auch Euro-Dollar wieder merklich gen Süden korrigieren dürfte.** Unter diesen Vorzeichen sollte es dann auch nicht verwundern, wenn marktseitig verstärkt Leitzinssenkungserwartungen aufkommen, welche den dortigen Landeswährungen ebenfalls zusetzen würden.

Was die Leitzinssenkungserwartungen des Marktes betrifft, so sollten diese in Tschechien auf fruchtbaren Boden fallen, gehen wir doch davon aus, dass die dortige Zentralbank (CNB) den Leitzins in den kommenden Monaten weiter umsichtig senken wird. Möglich macht der erwartete geldpolitische Kurs die weitere Inflationsentwicklung, dürfte die dortige Teuerung nach Ansicht der CNB ihren Höhepunkt im ersten Quartal erreicht haben und sich fortan wieder dem 2%-Ziel der Zentralbank nähern. **Doch nicht nur die Inflation sollte sich in Tschechien auf Sicht von sechs Monaten positiv entwickeln. Auch die dortige Wirtschaft dürfte in diesem Zeitfenster wieder moderat Fahrt aufnehmen.** Impulse kommen hierbei unserer Einschätzung zufolge vor allem von der für das zweite Halbjahr prognostizierten konjunkturellen Belebung der EWU (insbesondere Deutschlands aufgrund der ersten Effekte des massiven Fiskalpakets), welche die tschechischen Exporte ankurbeln dürfte. Zusammen mit der soliden tschechischen Binnennachfrage sollte die stärkere Auslandsnachfrage die dortige Wirtschaft 2025 wieder um rund 2% wachsen lassen, was das stärkste BIP-Plus seit zwei Jahren wäre. **Die Tschechische Krone dürfte diese Entwicklungen begrüßen und gegenüber dem Euro an Wert gewinnen, zumal die CNB in diesem Zeitfenster bereits deutlich machen sollte, dass sich ihr Leitzinssenkungszyklus allmählich seinem Ende nähert.** Beendet die tschechische Zentralbank ihre Leitzinssenkungen schließlich auf Jahressicht in einem merklich aufgehellten fundamentalen Umfeld bei 3%, einem im historischen Vergleich hohen Niveau, gestehen wir der Krone weitere Kursgewinne gegenüber dem Euro zu.

CNB nähert sich dem Ende ihres Leitzinssenkungszyklus

Während es die Inflationsentwicklung der tschechischen Notenbank erlauben sollte, die Leitzinsen auf Sicht von sechs Monaten weiter zu senken und so der dortigen Wirtschaft in einem schwierigeren Umfeld zumindest etwas unter die Arme zu greifen, sollten ihre Amtskollegen in Polen und Ungarn hingegen die Leitzinsen in diesem Zeithorizont noch unverändert belassen. Dass die Notenbanken in diesen beiden Ländern geldpolitisch noch etwas länger abwarten dürften, ist den weiterhin präsenten Inflationsrisiken geschuldet. Während in Polen das Auslaufen der Strompreisbremse den Preisdruck temporär nochmal erhöhen dürfte, sind es in Ungarn fiskalische Risiken sowie die im historischen Vergleich schwache Landeswährung, welche die Inflation noch über dem Ziel der ungarischen Notenbank (MNB) halten sollten. **Nichtsdestotrotz dürfte es sich abzeichnen, dass der Preisdruck allmählich auch in Polen und Ungarn nachlassen sollte.** Daher rechnen wir auf Sicht von sechs Monaten damit, dass auch in diesen beiden Ländern verstärkt Leitzinssenkungserwartungen aufkommen, zumal sich dann auch die Stimmen nach einer konjunkturellen Unterstützung mehrern könnten. **Wird das „Leitzinsschutzschild“, das v.a. dem Zloty aber auch dem Forint in den vergangenen Monaten treue Dienste erwiesen hat, brüchiger, rechnen wir sowohl mit Blick auf die polnische als auch die ungarische Landeswährung mit noch etwas niedrigeren Notierungen, zumal sich die Leitzinssenkungen dort, anders als in Tschechien, noch nicht dem Ende nähern sollten.** Dass sich die geldpolitisch

„Leitzinsschutzschild“ dürfte auch in Polen und Ungarn zum Leidwesen der Währungen brüchiger werden

induzierten **Kursverluste von Forint und Zloty gegenüber dem Euro in Grenzen halten** sollten, ist zum einen der in diesem Zeitfenster erwarteten **spürbaren Erholung von Euro-Dollar** geschuldet. Zum anderen dürften auch die **sich aufhellenden konjunkturellen Aussichten**, ausgehend von dem prognostizierten Aufschwung in der EWU, den Währungen Zuversicht verleihen. Hellen sich die fundamentalen Aussichten in Polen und Ungarn auf Jahressicht erwartungsgemäß weiter auf und gewinnt auch der Euro weiter an Wert, so dürften Zloty und Forint diesen Entwicklungen mit Kursgewinnen begegnen. Temporäre Rückschläge sind **allerdings** auch dann angesichts der weniger restriktiv werdenden Geldpolitik weiterhin möglich.

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

Türkei & Südafrika: Politische Konflikte im Mittelpunkt

Wieder einmal zeigte sich, dass in der Türkei innenpolitische Entwicklungen die **Finanzmärkte auf dem falschen Fuß** erwischen können. Zunächst wurde dem wichtigsten Oppositionspolitiker, dem Bürgermeister von Istanbul Imamoglu, sein Universitätsabschluss aberkannt. Ein solcher ist notwendig, um in der Türkei Präsident zu werden. Imamoglu stand kurz davor zum offiziellen Präsidentschaftskandidaten der größten Oppositionspartei CHP gekürt werden. In Umfragen erfreute er sich zudem hoher Beliebtheitswerte. Anschließend wurde Imamoglu sogar aufgrund von Bestechungsvorwürfen verhaftet. Dass die zuständige Universität und die Justiz allein auf diese Ideen gekommen sind, glaubt kaum jemand. **Die Lira reagierte panisch und verlor zeitweise mehr als 10% gegenüber dem US-Dollar** und konnte nur durch deutliche Devisenmarktinterventionen stabilisiert werden. Die Notenbank sah sich zudem gezwungen ihren Satz für Ausleihungen um 200 Bp auf 46% anzuheben. Der zentrale Leitzins, der 1-wöchige Reposatz, blieb zwar unverändert bei 42,5%, **allerdings** wurden die regelmäßigen Auktionen zunächst ausgesetzt, sodass sich die faktische Straffung auf 350 Bp beläuft. Damit dürfte auch der eigentlich zu erwartende Zinssenkungskurs der türkischen Notenbank (TCMB) zumindest vorerst obsolet geworden sein – aufgeschoben heißt aber nicht aufgehoben. Von internationaler Seite hat Präsident Erdogan außer einigen laufwarmen Protesten wenig zu befürchten, und so erscheint eine **langsame Beruhigung des wahrscheinlicheren Szenario**.

Opposition im Blick der Justiz

Damit können sich dann auch die Finanzmärkte wieder um das wirtschaftliche Umfeld kümmern und dies sah nicht so schlecht aus. **Die türkische Wirtschaft ist im Schlussquartal 2024 überraschend stark um 3% (J/J) bzw. 1,7% (Q/Q) gewachsen**. Damit wurden nicht nur die Markterwartungen übertroffen. Vielmehr entkam die dortige Wirtschaft auch der Rezession. **Positive Impulse erfuhr die türkische Konjunktur hierbei durch eine erneute Beschleunigung der Inlandsnachfrage, während der Außenhandel bremsend wirkte**. Mit Blick auf die robuste Inlandsnachfrage ist v.a. der Konsum (Staat und Private) hervorzuheben, welcher im Schlussquartal 2024 deutlich um 4,3% (J/J) zugelegt hat.

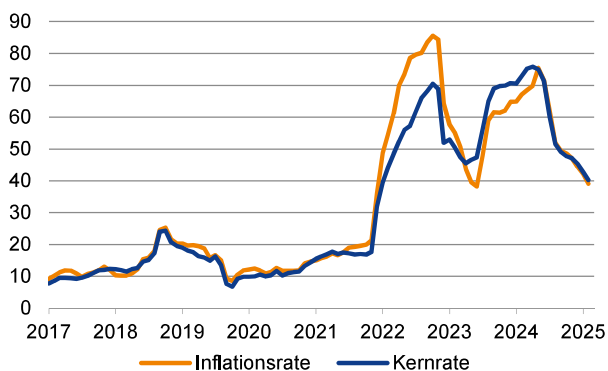
Türkische Wirtschaft überrascht in Q4 positiv

Diese Entwicklung dürfte der türkischen Notenbank (TCMB) im Hinblick auf ihre Bemühungen, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen, zusätzliches Kopfzerbrechen bereiten. So hob der Vorsitzende der Zentralbank, Karahan, im Nachgang der Bekanntgabe der Wachstumszahlen hervor, dass es die Notenbank nicht zulassen werde, dass die Nachfrage den Disinflationsprozess verzerrt. Weiter machte Karahan deutlich, dass die TCMB alles tun werde, um ihr Inflationsziel von

TCMB dürfte eingeschlagene geldpolitische Gangart fortsetzen

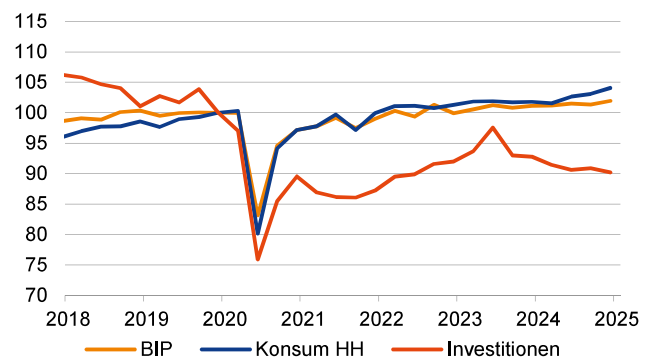
24% (J/J), das sie bis Ende des Jahres erreichen will, zu realisieren. **Zuversichtlich dürfte die Notenbank diesbezüglich stimmen, dass der Preisdruck in den ersten beiden Monaten des Jahres weiter nachgelassen hat**, wobei die Inflation im Februar sogar etwas stärker als marktseitig prognostiziert auf 39,1% (J/J) in der Gesamt- und 40,2% (J/J) in der Kernrate zurückgekommen ist. Angesichts dieser Entwicklungen gehen wir davon aus, dass **die TCMB ihren Leitzinssenkungskurs nach einer Pause mit den bekannten 250-Bp-Schritten fortsetzen wird**. Begleitet werden dürfte dieser Prozess durch weiter „hawkische“ Worte. **Was die Lira betrifft, so sollte ihr die Aussicht auf neuerliche Leitzinssenkungen weiterhin missfallen**. Aber nicht nur von dieser Seite droht der dortigen Landeswährung auf kurze Sicht Ungemach. Vielmehr sollte ihr auch die von uns **erwartete Eintrübung des EM-Sentiments** zu schaffen machen, rechnen wir doch damit, dass der **US-Handelskonflikt Anfang April auf breiter Basis an Schärfe gewinnt**.

Fortschritte bei den türkischen Inflationszahlen
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Investitionsschwäche in Südafrika verhindert höheres Wachstum
Index Q4 2019 = 100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrika schaffte es im Schlussquartal 2024 mit +0,6% (Q/Q) wieder auf den **Wachstumspfad zurückzukehren**. Zudem war das Minus im Vorquartal mit -0,1% (Q/Q) kleiner als zunächst berichtet. Entscheidend für diese Schwankungen im Quartalsvergleich waren **Bewegungen im Agrarsektor**. Von dieser Seite muss immer wieder mit Verzerrungen gerechnet werden. Die ersten Daten für das neue Jahr deuten jedoch auf einen **schwachen Einstieg in das neue Jahr** hin. So lag die Industrieproduktion im Verarbeitenden Gewerbe um 1,6% unter dem Durchschnitt des vierten Quartals. Auch wenn die entsprechende Zahl für den Einzelhandel mit +1,2% (M/M) besser aussieht, fehlt der Wirtschaft damit die Dynamik. Ein lediglich von der Nachfrage der privaten Haushalte getragenes Wachstum kann dauerhaft keine angemessene Dynamik erreichen, wenn nicht auch die Investitionen nachziehen. Die Investitionsschwäche ist auch einer der Bereiche, die die Regierung angehen muss. Allerdings droht dieses Thema bei der **laufenden Auseinandersetzung um den Haushaltsplan** für das im kommenden Monat beginnende Haushaltsjahr etwas ins Hintertreffen zu geraten. Am offenkundigsten macht sich die Uneinigkeit daran fest, ob der Mehrwertsteuersatz angehoben werden soll. Finanzminister Godongwana von der größten Partei, dem ANC, hatte in einem ersten Versuch eine Anhebung um 2%-Punkte vorgeschlagen, rückte hiervon aber schon bald ab und fordert nun für das kommende Haushaltsjahr und das folgende eine Anhebung des Satzes um jeweils 0,5%. Bei entsprechender Einnahmeentwicklung könne auch auf den zweiten Schritt verzichtet werden. Um dies zu finanzieren, soll die übliche Anpassung der steuerlichen Schwellen an die Inflation ausgesetzt werden. Die zweitgrößte Partei DA würde dagegen Kürzungen bei den Ausgaben bevorzugen.

Südafrika schafft kein dynamisches Wachstum

Am Finanzmarkt besteht große Hoffnung, dass sich die Regierungsparteien letztendlich zusammenraufen und ein Koalitionsbruch vermieden werden kann. Dies erklärt auch zu einem Teil die Widerstandsfähigkeit des Rand gegenüber diesen Ereignissen. Der andere Faktor ist allerdings der Goldpreis, der zuletzt wieder auf neue Rekordstände gestiegen ist.

Die **South African Reserve Bank** hielt ihren **Leitzins bei der März-Sitzung unverändert** bei 7,5%. Dabei hatte sie allerdings ihre Inflationsprojektion für das kommende Jahr geringfügig auf 4,5% von zuvor 4,6% (je J/J) gesenkt. Hintergrund ist vor allem die Annahme einer moderateren Ölpreisentwicklung, während umgekehrt die im Budgetentwurf vorgezeichnete Mehrwertsteuererhöhung die Inflationsrate um etwa 0,2%-Punkte treiben könnte. Entscheidend für den Entschluss zunächst abzuwarten, waren vor allem die Risiken. Während die **Wachstumsrisiken eher auf der Abwärtsseite** gesehen werden, sind die **mittelfristigen Inflationsrisiken leicht aufwärtsgerichtet**.

Pause bei den Zinssenkungen

Wie die meisten Länder muss sich auch Südafrika mit den Zolldrohungen der US-Regierung auseinandersetzen. Für Südafrika kommt allerdings hinzu, dass US-Präsident Trump der Regierung Diskriminierung gegenüber (weißen) Farmern vorwirft, denen er anbietet in die USA einwandern zu können. Ein auch in Südafrika umstrittenes Gesetz ermöglicht es Land auch ohne Entschädigung zu enteignen, wenn verschiedene Bedingungen erfüllt werden. Bisher kam es allerdings noch nicht dazu. Lobbygruppen waren diesbezüglich auch in Washington vorstellig geworden und fanden in der Regierung offenbar Gehör. Eine Konsequenz war, dass die USA Hilfszahlen an Südafrika, die bisher vor allem der AIDS-Hilfe zugutekamen, eingestellt hat. Etwas unangenehmer wäre, wenn das Land den zollfreien Zugang zum US-Markt im Rahmen des AGOA-Programms (African Growth and Opportunity Act) verlieren würde. Damit würden allerdings auch die vornehmlich weißen Landwirte belastet, da ein größerer Teil der Agrarexporte in die USA bisher über dieses Programm zollfrei ist.

US-Regierung hat Südafrika im Blick

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

China: Bisher nur subtile Gegenmaßnahmen gegen US-Zölle

Auch in China sucht die Regierung nach dem konjunkturellen „Gamechanger“. Nicht wie in Deutschland für die Infrastruktur, aber für die hartnäckige Konsumschwäche, die immer wichtiger wird angesichts der handelspolitischen Herausforderungen für den Exportsektor. Anfang März gab es bei der Jahrestagung des Nationalen Volkskongresses große **Versprechungen, dass der inländische Konsum als Wachstumsmotor gefördert** werden müsse. Wir möchten daran erinnern, dass es schon im Juli 2024 ähnliche Absichtserklärungen gab. Was seitdem an konkreten Maßnahmen kam, konnte nicht überzeugen. Neu ist bestenfalls, dass es jetzt um die Nachfrageseite gehen soll, während bisher die Verbesserung des Konsumangebots im Mittelpunkt stand. Da Peking die Binnenwirtschaft zur Top-Priorität erklärt hat, könnten in den nächsten Wochen und Monaten noch weitere Stimuli für den privaten Konsum folgen. **Zumindest das Yuan-Sentiment dürfte hierdurch temporär positive Impulse erfahren, auch wenn wir derzeit noch skeptisch sind, dass es für mehr als nur ein Strohfeuer reicht.**

Peking mit „Special Action Plan“ als Konsumimpuls

Ruhe vor dem Zoll-Sturm?

Positive Impulse wären ein willkommenes Gegengewicht zum heraufziehenden handelspolitischen Sturm. China wurden seit dem US-Regierungswechsel schon US-Strafzölle von zusätzlich 20 Prozentpunkten auferlegt, am Ende der Fahnenstange sind wir damit aber wohl noch nicht. Neben dem Offensichtlichen (=weitere US-Zölle), ängstigt man sich inzwischen auch vor **Extra-Abgaben seitens Mexiko und Kanada, über die ein erheblicher Teil der chinesischen Ausfuhren in die USA gelangt**. Aufgrund des Umwegs bleiben diese Transportwege bisher von Trumps Zoll-Eskapaden verschont, sehr zum Unmut des US-Präsidenten. Es stehen Forderungen im Raum, dass diese Hintertür geschlossen oder zumindest kräftig bezollt werden muss (=die USA fordern von Mexiko und Kanada Zollerhöhungen gegen China).

Bisher halten sich die Gegenmaßnahmen Chinas in Grenzen. Es gab **vereinzelte Nadelstiche, aber keine breit angelegte Vergeltung**. Peking bemüht sich also klar um Deeskalation – noch. Zwar wurden die chinesischen Abgaben auf bestimmte US-Agrargüter erhöht, deren Volumen ist mit gerade einmal 21 Mrd. USD aber eher gering (US-Exporte nach China im Jahr 2024).

Gezielte Nadelstiche – China trifft da, wo es weh tut

China reagiert mit Strafzöllen auf US-Agrarprodukte im Gesamtwert von nur 21 Mrd. USD

Produkt	Wert (US-Exporte nach China im Jahr 2024)	Extra-Zoll (ab 4. März)
Sojabohnen	12,76 Mrd. USD	10%
Rindfleisch und Innereien	1,55 Mrd. USD	10%
Baumwolle	1,49 Mrd. USD	15%
Hirse	1,26 Mrd. USD	10%
Aquatic Products	1,14 Mrd. USD	10%
Schweinefleisch und Innereien	933 Mio. USD	10%
Weizen	560 Mio. USD	15%
Hühnerfleisch und Innereien	478 Mio. USD	15%
Mais	336 Mio. USD	15%
Obst	306 Mio. USD	10%
Molkereiprodukte	298 Mio. USD	10%
Gemüse	79 Mio. USD	10%

Quelle: Reuters, China State Council, DZ BANK

Die großen **Trümpfe hat China dagegen bei nicht-tarifären Vergeltungsmaßnahmen in der Hand**: Von taktischem Geschick zeugen etwa die **Exportkontrollen für Seltene Erden**, die schrittweise verschärft werden. Subtil ist auch die Aufhebung der Importlizenzen von drei wichtigen US-Firmen für Sojabohnen – offiziell, weil schädliche Pilzsporen in den Lieferungen gefunden wurden. US-Holz-Einfuhren nach China wurden aufgrund angeblichen Schädlingsbefalls blockiert, die Zollabfertigung für US-Schweinefleisch und Geflügelexporte kurzzeitig ausgesetzt. Und dann sind da noch die kartellrechtlichen Untersuchungen gegen Google und Nvidia ... **Zufall? Oder gezielte Maßnahmen, die als Warnung gen USA gedacht sind?** Stark abhängig vom reibungslosen Zugang nach China sind auch **US-Großunternehmen wie Tesla und Apple**. Tesla (als wichtige Einnahmequelle für den Trump-Freund Musk) hat die Hälfte seiner weltweiten Produktionskapazitäten in der Megafabrik in Shanghai gebündelt; auch für Apples iPhone-Herstellung ist China essenziell. In dieses Potpourri möglicher **Angriffspunkte jenseits von Vergeltungszöllen** gehört auch Chinas Wechselkurs, um den es bisher auffällig ruhig ist. Eine weitere **Eskalation des Handelsstreits durch die US-Seite**, ohne dass erfolgreiche Verhandlungen über Kompromisse

Statt Vergeltungszölle mit der Gießkanne lieber gezielte, nicht-tarifäre Gegenwehr

geführt werden, **sollte früher oder später den währungspolitischen Geduldsfaden in Peking reißen lassen**. Eine kontrollierte, aber deutliche Yuan-Abwertung wäre die logische Konsequenz

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

Brasilien & Mexiko: Notenbanken aktiv, aber in unterschiedlicher Richtung

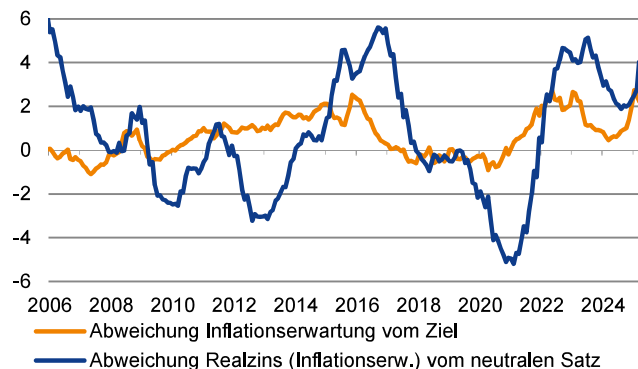
Brasilien gehört traditionell bei den **BIP-Zahlen** zu den Nachzüglern. Im Schlussquartal hat sich das Wirtschaftswachstum auf +0,2% (Q/Q) gegenüber einem auf +0,7% (Q/Q) abwärts revidierten Vorquartal abgeschwächt. Diese Zahlen fielen zwar **schwächer aus als vermutet**, hatten aber keine größeren Folgen. Positiv überrascht hat dagegen der monatliche Index der Banco Central do Brasil zur Wirtschaftsaktivität, der im Januar kräftig um 0,9% (M/M) zulegen konnte. Allerdings ist dieser Anstieg auf wackligen Füßen, da im Januar sowohl Industrieproduktion als auch der Umsatz im Dienstleistungssektor weitgehend stagnierten. Auch dürfte die **Geldpolitik in diesem Jahr spürbar bremsend** wirken. Mit der dritten Zinserhöhung in Folge um 100 Bp hat die Notenbank ihren **Leitzins nunmehr auf 14,25% angehoben, dem höchsten Stand seit 2016**. Zudem deutete sie für die kommenden Sitzungen noch eine weitere Anhebung an, allerdings in einem geringeren Umfang. Insbesondere mit den noch zu erwartenden Zinserhöhungen wird die Geldpolitik deutlich restriktiver. Dies ist aber auch erforderlich, da zumindest auf Jahressicht noch immer eine Inflationsrate erwartet wird, die mehr als 2%-Punkte oberhalb des Inflationsziels von 3% liegt (siehe Chart).

Restriktive Geldpolitik ist erforderlich

Brasilien gehört zu den größeren Stahllieferanten der USA (Platz 3) und ist daher auch von den nun wirksamen Zöllen betroffen. Allerdings haben einige der brasilianischen Stahlunternehmen auch Produktionsstätten in den USA, sodass sich die negativen Folgen zumindest für diese Unternehmen in Grenzen halten. Produktionsverlagerungen sind aber möglich mit entsprechend negativen Folgen für die brasilianische Wirtschaft insgesamt. Die heimischen Erzeuger beklagen aber vor allem einen steigenden Druck durch Importe aus China, und fordern daher die Regierung auf, in diesem Bereich bremsend einzugreifen. Hoffnungen das Schlimmste bei der US-Zollwelle vermeiden zu können, basieren in Brasilien vor allem auf dem **kleinen Handelsbilanzüberschuss der USA im bilateralen Handel**. Die US-Ankündigung der reziproken Zölle dürfte brasilianische Lieferanten dagegen stärker treffen, da das Land eher zu den Ländern mit hohen Zollsätzen gehört.

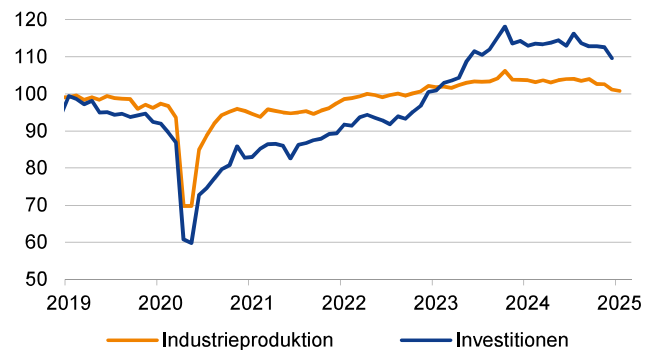
US-Zölle auch für Brasilien ein Thema, Folgen dürften aber verkraftbar sein

Trübe Inflationserwartungen machen scharfen Bremskurs erforderlich
in %-Punkten; Inflationserwartung auf 12M



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Mexikos Wirtschaft schwächelt
Basisjahr 2018=100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Seit Anfang des Monats sind die **ersten Zölle auf Lieferungen aus Mexiko in die USA wirksam**. Wie alle Länder muss Mexiko dabei einen Satz von 25% auf die Stahl- und Aluminiumexporte in die USA verarbeiten. Hinzu kommt ein Satz von 25% auf alle nicht unter das Freihandelsabkommen mit den USA (und Kanada) fallenden Produkte. Zwar macht dies zunächst fast die Hälfte aller Exporte in die USA aus, Mexikos Wirtschaftsminister Ebrard vermutet aber, dass schon kurzfristig mehr als 85% der Exporte unter die Regelungen des Freihandelsabkommens fallen könnten. Hintergrund ist hier, dass offenbar viele Exporteure nicht das Freihandelsabkommen in Anspruch genommen haben, wenn auch die sonstigen Regelungen eine zollfreie Lieferung in die USA ermöglichen. Nun besteht jedoch ein großer Anreiz auf das Freihandelsabkommen zu setzen. Allerdings droht auch bei diesen Exporten nach aktuellem Stand ab April ein Zollsatz von 25%. Die **mexikanische Regierung setzt aber darauf die US-Regierung noch davon zu überzeugen, auf diese Zölle zu verzichten**. Da viele Vorleistungen im arbeitsteiligen Produktionsprozess mehrfach die Grenze überschreiten, wäre ein allgemeiner Zoll besonders belastend. Anders als beispielsweise Kanada **verzichtet das Land bisher auf Gegenzölle** und die Regierung hat noch nicht klar kommuniziert, wie ihr „Plan B“ aussieht, wenn die Verhandlungen scheitern sollten.

Zölle ein verwirrendes, aber wichtiges Thema für Mexiko

Bereits vor der Wahl von Trump deuteten sich **für dieses Jahr konjunkturelle Probleme** an, da der von der letzten Regierung initiierte Investitionsschub ausläuft. Hinzu kommen nun die **Unsicherheiten über das mexikanische Wachstumsmodell**, das darauf beruht, als Produktionsstandort für Lieferungen in die USA zu dienen. Schon im Dezember und damit unmittelbar nach der US-Wahl knickten die ohnehin schon schwächelnden Investitionen weiter ein, was sich wohl auch in diesem Jahr fortsetzen dürfte. Zahlreiche Unternehmen kündigten bereits an, Investitionsprojekte in Mexiko auf den Prüfstand zu stellen und einige wollen auch bereits Produktionskapazitäten wieder in die USA verlagern. Letzteres wurde von US-Präsident Trump natürlich begeistert begrüßt. Die heimische Nachfrage dürfte diese Schwäche kaum vollständig ausgleichen können. Angesichts eines mit derzeit 9,5% noch immer bremsenden Leitzinses besteht für die Geldpolitik damit weiterer **Spielraum für Zinssenkungen**, den sie auch nutzen wird. Allerdings bewegt sich die Inflationsrate (Februar: 3,8% J/J) hartnäckig oberhalb der Zielgröße von 3% (J/J), auch wenn das Toleranzband von 2% bis 4% (noch) nicht wieder überschritten wird. Damit ist wiederum der Lockerungsspielraum der Banco de México begrenzt, da keine echte expansive Politik angeraten erscheint. Der Peso hielt sich in diesem schwierigen Umfeld gegenüber dem Dollar bemerkenswert robust und rutschte zeit-

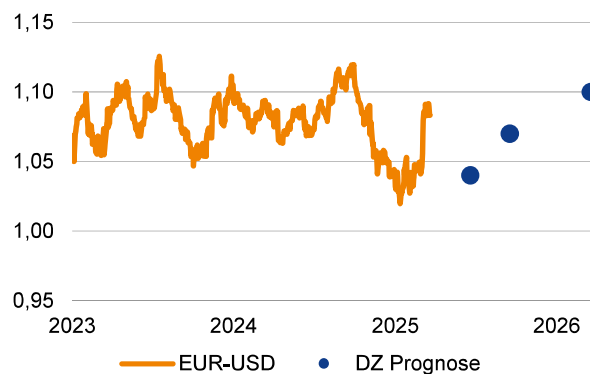
Schwache Konjunktur unterstützt Zinssenkungskurs

weise sogar unter die Marke von 20 MXN je USD. Dies dürfte zwar auch ein Ergebnis des Stimmungsumschwungs zu Lasten des Dollar gewesen sein, grundsätzlich gilt aber, dass, **wenn in den USA etwas nicht wie gewünscht läuft, Mexiko und der Peso die Leidtragenden** sind. Ein konjunktureller Abschwung in den USA wäre damit eine zusätzliche Belastung.

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

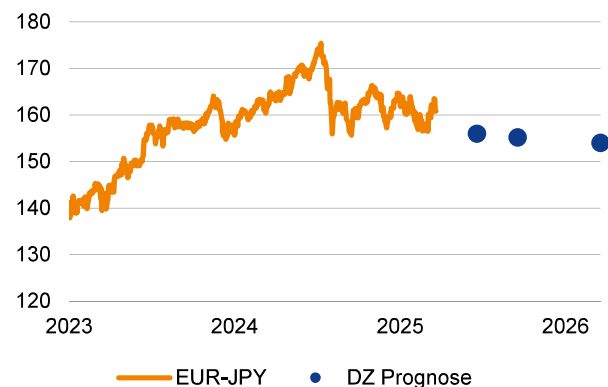
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



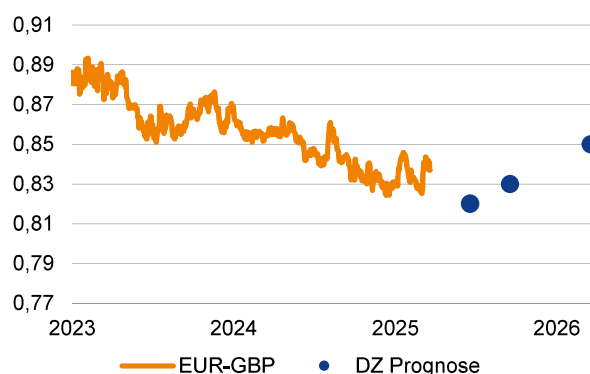
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



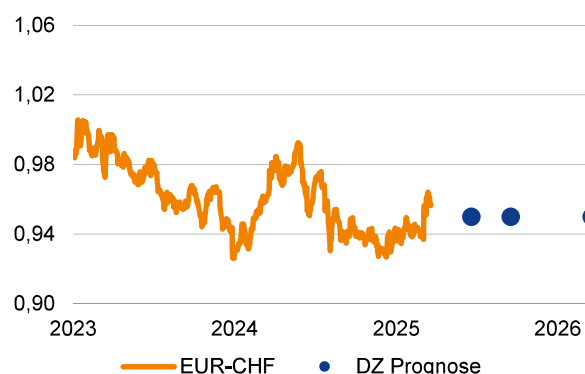
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



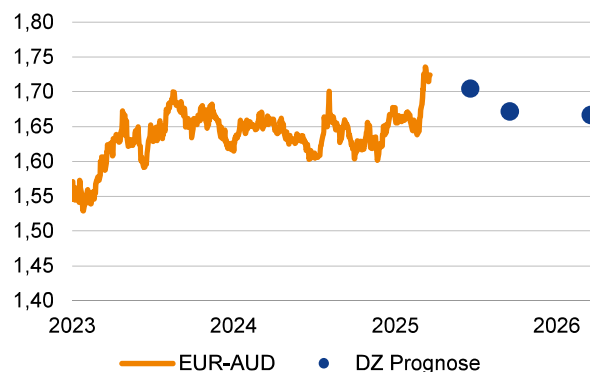
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



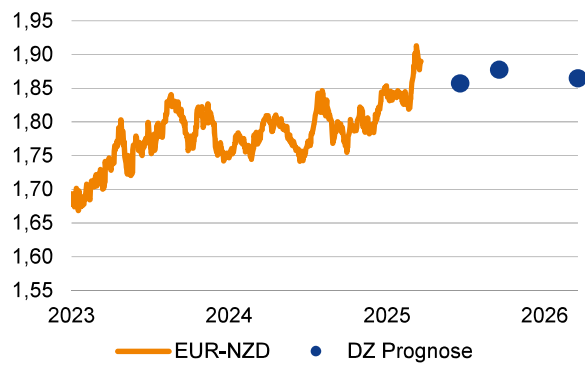
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



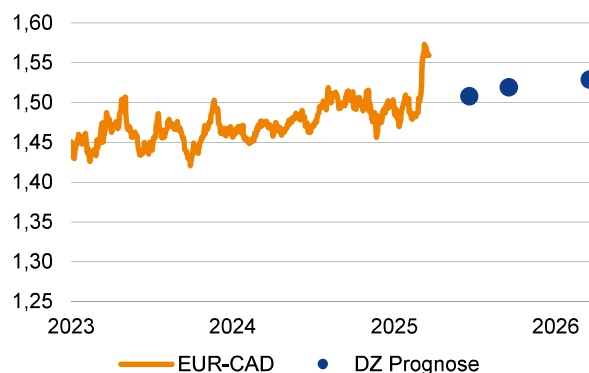
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



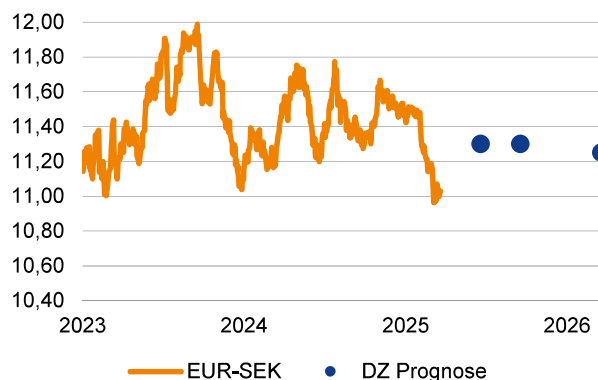
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



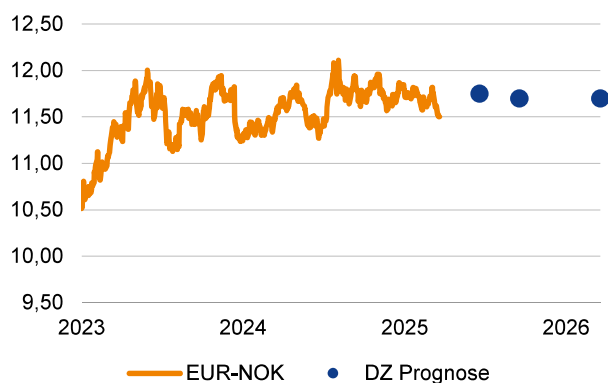
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



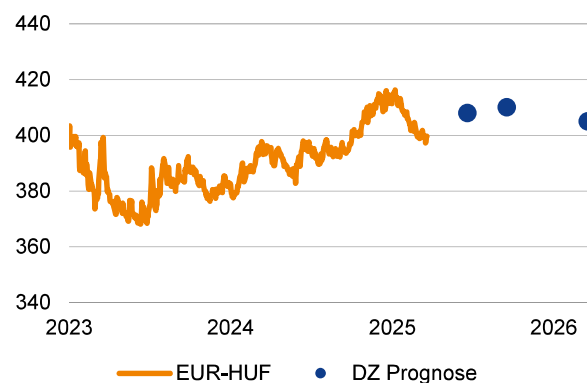
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



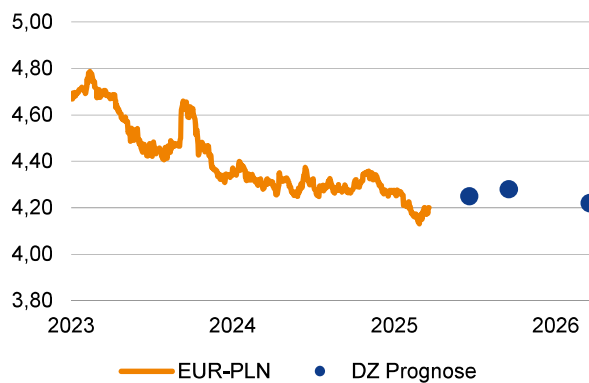
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



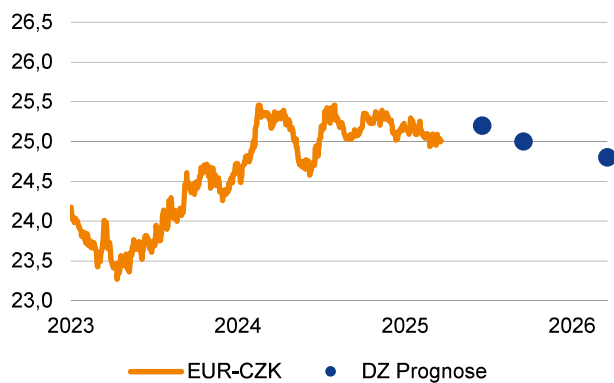
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



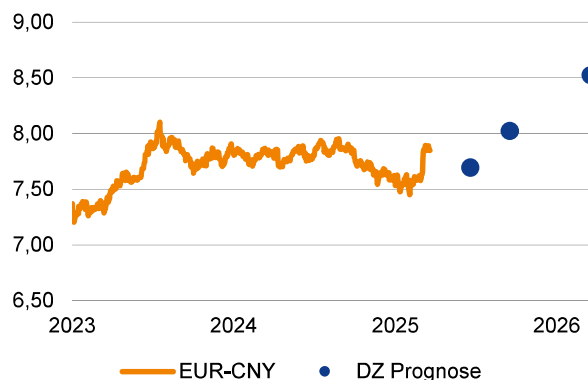
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



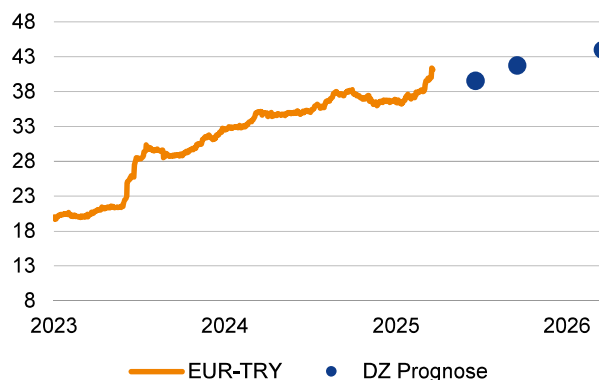
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



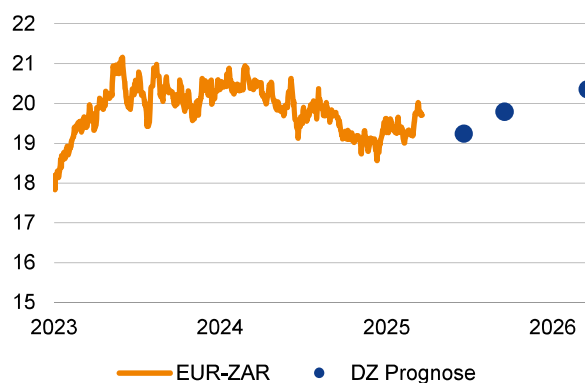
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



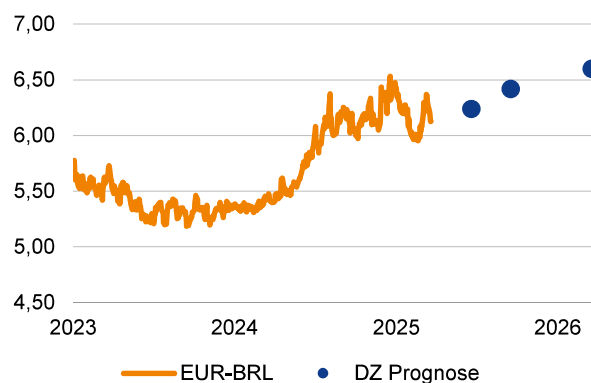
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



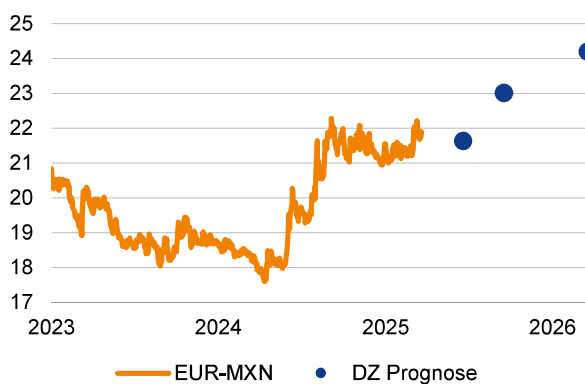
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

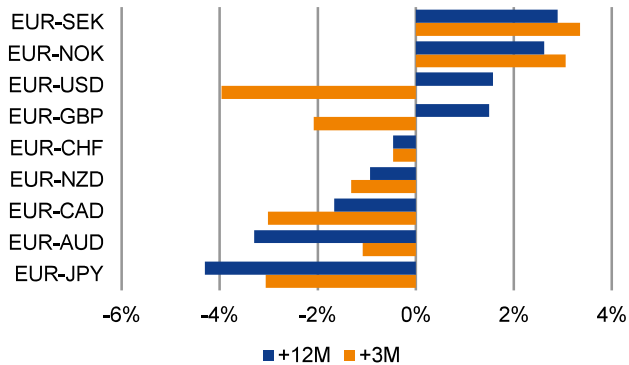
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

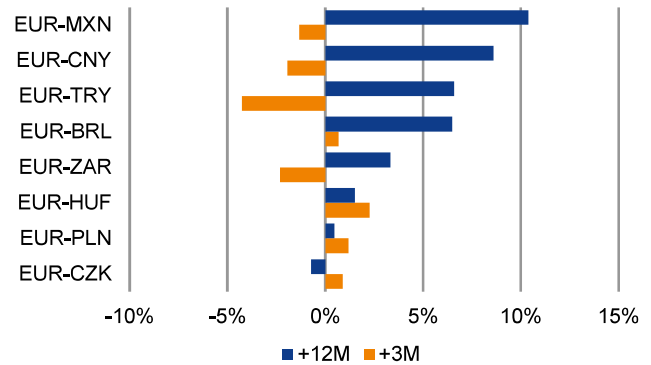
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognose Schwellenländer (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0829	1,04	1,07	1,10
EUR/GBP	0,8375	0,82	0,83	0,85
EUR/JPY	160,93	156	155	154
EUR/CHF	0,9544	0,95	0,95	0,95
EUR/AUD	1,7236	1,70	1,67	1,67
EUR/NZD	1,8820	1,86	1,88	1,86
EUR/CAD	1,5549	1,51	1,52	1,53
EUR/NOK	11,40	11,75	11,70	11,70
EUR/SEK	10,93	11,3	11,3	11,3
EUR/PLN	4,2001	4,25	4,28	4,22
EUR/CZK	24,98	25,2	25,0	24,8
EUR/HUF	399,0	408	410	405
EUR/TRY	41,28	39,5	41,7	44,0
EUR/ZAR	19,69	19,2	19,8	20,4
EUR/CNY	7,8486	7,70	8,03	8,53
EUR/BRL	6,1974	6,24	6,42	6,60
EUR/MXN	21,92	21,6	23,0	24,2

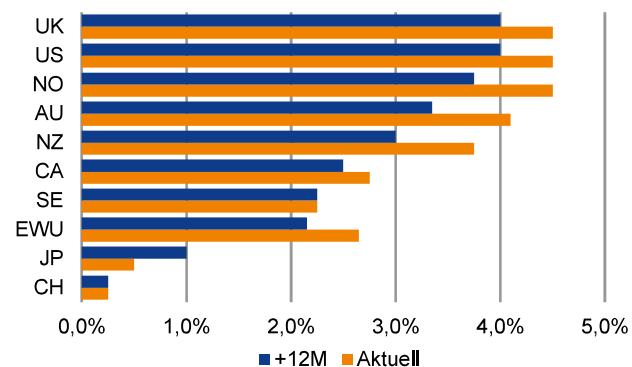
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0829	1,04	1,07	1,10
GBP/USD	1,2931	1,27	1,29	1,29
USD/JPY	148,61	150	145	140
USD/CHF	0,8813	0,91	0,89	0,86
AUD/USD	0,6283	0,61	0,64	0,66
NZD/USD	0,5754	0,56	0,57	0,59
USD/CAD	1,4359	1,45	1,42	1,39
USD/NOK	10,53	11,30	10,93	10,64
USD/SEK	10,10	10,9	10,6	10,2
USD/PLN	3,8786	4,09	4,00	3,84
USD/CZK	23,07	24,2	23,4	22,5
USD/HUF	368,4	392	383	368
USD/TRY	38,12	38,0	39,0	40,0
USD/ZAR	18,19	18,5	18,5	18,5
USD/CNY	7,2478	7,40	7,50	7,75
USD/BRL	5,7230	6,00	6,00	6,00
USD/MXN	20,24	20,8	21,5	22,0

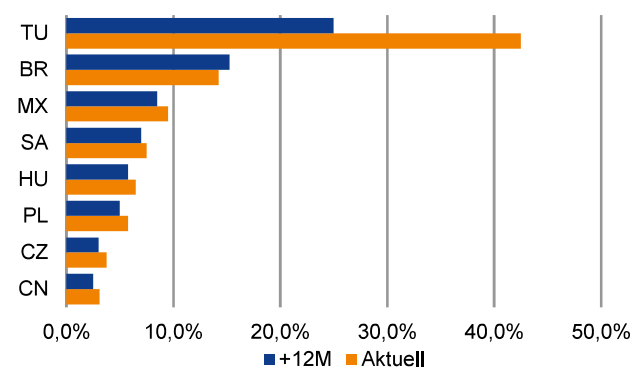
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	0,7	1,4	1,1	0,6	0,4	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,3	2,2	2,4	2,1	2,2	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-3,0	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	2,1	2,0				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	1,6	2,1	2,3	1,7	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	3,5	3,0	3,0	3,5	3,8	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-8,3	-8,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-4,0	-3,6				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,1	1,0	0,8	1,8	1,3	0,6	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	2,6	1,6	3,6	3,0	2,5	1,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,5	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,6	4,6	4,6				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,1	1,5	0,9	0,8	1,2	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,9	2,4	2,7	2,9	3,2	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-3,1	-2,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,8	-3,0	-2,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,4	1,6	1,7	1,5	1,3	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	1,1	0,3	0,7	0,3	0,3	0,3	0,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	0,0	0,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,4	7,5	8,2				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,9	2,6	1,4	1,8	2,1	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,6	2,7	2,4	2,0	2,6	3,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,0	0,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,7	-1,9	-2,5				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,2	1,3	2,7	-0,5	0,9	2,3	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	2,3	2,4	2,5	2,5	2,2	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,8	-4,8	-4,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,9	-5,0	-5,5				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	1,2	1,6	2,1	1,2	0,8	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,6	2,2	2,0	2,9	2,7	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,6	-2,0	-1,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-0,3	-0,5				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	2,3	2,1	2,1	2,5	2,4	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	1,5	2,3	1,0	1,0	1,9	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,5	-1,5	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,2	5,0	4,7				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,2	1,1	0,2	-1,1	0,4	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	1,9	2,4	1,9	2,1	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	12,6	6,9	3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17,6	15,1	11,4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	2,8	3,0	3,4	2,2	3,0	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	4,6	3,6	4,9	4,7	4,1	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,9	-5,9	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,2	-1,2	-1,2				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,5	3,2	0,6	0,8	2,1	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,7	4,3	3,9	4,9	4,6	4,0	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-4,3	-3,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	0,1	-0,4				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	2,3	2,7	2,0	2,4	2,5	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,3	2,0	2,7	2,4	2,2	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-2,3	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	1,3	0,6				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	2,9	2,3	2,3	2,9	3,6	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	60,0	32,8	18,8	39,5	34,2	30,6	26,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-3,2	-2,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,6	-1,5				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,1	1,6	1,0	0,9	1,3	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,5	3,7	4,5	3,0	3,2	4,0	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,4	-5,0	-5,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	0,1	-0,9				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	3,4	5,2	5,0	4,6	3,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,6	1,5	0,2	0,5	0,4	1,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,4	-7,6	-7,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	1,5	0,9				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	1,4	1,3	2,7	1,4	0,7	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	5,5	4,5	5,1	5,7	5,9	5,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	8,5	-9,5	-9,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,6	-2,5	-2,3				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,4	1,7	0,7	0,5	-0,3	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	3,8	3,6	3,8	4,0	3,6	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-3,5	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,2	-0,8	-0,9				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

- 4.** Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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