



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Trump bring Dollar in Gefahr

Die vergangenen Wochen waren geprägt von massiver Unsicherheit, fallenden Aktienkursen und steigenden Zinssenkungserwartungen. Die erratische Politik des amerikanischen Präsidenten macht dem Finanzmarkt zu schaffen. Das Auf- und Ab der Zölle und die damit einhergehenden Revisionen der Wachstums- und Inflationserwartungen ist Gift für den Markt. So groß ist die Verunsicherung mittlerweile, dass sogar die Rücknahme diverser Zollmaßnahmen nicht mehr für eine echte Beruhigung sorgen konnte. Sichere Häfen bleiben gefragt, während risikosensitive Assets zwar wieder etwas differenzierter betrachtet werden, im Schnitt aber weiter unter Druck stehen. Normalerweise würde sich der US-Dollar (und amerikanische Staatsanleihen) in solchen Zeiten in den Reihen der Gewinner wiederfinden. Dieses Mal ist jedoch alles anders. Denn zum ersten Mal seit langem wird der Sichere-Hafen Status des Dollars ernsthaft hinterfragt.

Seit der Amtseinführung Trumps ist der USD-Index um gut 10% gefallen. Der Auslöser hierfür war die Erkenntnis, dass Trump seine im Wahlkampf ausgesprochenen Zolldrohungen schnell und zügig umsetzen würde. Hoffnungen auf eine Belebung der US-Wirtschaft wurden damit zunichte gemacht, was im Verlauf des Monats März in ersten „Trumpzession“ Ängsten mündete. Diese wurden durch die Ankündigungen vom 2. April nochmals deutlich verschärft, was auch zu einem Einpreisen aggressivere Zinssenkungen (Fed) führte. Doch die jüngste Welle an Dollar-Verkäufen hat einen neuen Beigeschmack. Es geht nicht mehr „nur“ um den fundamentalen Ausblick oder die eine oder andere zusätzliche Zinssenkung. Wäre dies der Fall, hätte die letzte Rücknahme vieler reziproker Zölle für eine Erleichterungsrally gesorgt. Stattdessen steht der Dollar weiter unter Druck – denn mittlerweile geht es um nicht mehr oder weniger als den Sicheren-Hafen-Status des Greenbacks.

Zwei Hoffnungsschimmer gibt es jedoch. Zum einen mehr sich in den USA der Widerstand, vor allem auch innerhalb der eigenen Partei. Die Republikaner fürchten die Mid-Terms, bei denen sie Stand heute katastrophal abschneiden würden. Zum anderen hat Trump sich zuletzt versöhnlicher gezeigt, was zumindest hoffen lässt, dass Bewegungen am Finanzmarkt eine disziplinierende Wirkung auf ihn haben können. In den vergangenen Tagen konnte sich der Dollar zumindest wieder etwas stabilisieren, doch der Markt bleibt nervös. Viel wird nun davon abhängen, wie Trump sich verhält.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
17.4.2025 14:37 Uhr

INHALT

EUR-USD: Gefangen im Strudel der Zölle	2
Japan: Die Renaissance des Sicheren Hafens	4
Großbritannien: Zwischen den Fronten	5
Schweiz: Wann ist der starke Franken der SNB zu stark?	6
Australien & Neuseeland: Risikosentiment treibender Faktor für AUD & NZD	7
Kanada: Viel Arbeit für den neuen Premierminister und die BoC	9
Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden beendet – in Norwegen aufgeschoben	11
Norges Bank verschiebt angekündigte Leitzinssenkung	11
Osteuropa: Erratische US-Zollpolitik verunsichert Zloty und Co.	13
Türkei & Südafrika: Innenpolitik wichtiger als US-Zolltheater	14
China: Der Drache schlägt zurück	16
Brasilien & Mexiko: Navigieren im Zollsturm	17

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Gefangen im Strudel der Zölle

Es ist zwar kaum einen Monat her, seit wir unsere EUR-USD-Prognose angepasst haben. Die aktuellen Ereignisse zwingen uns jedoch erneut aktiv zu werden. Risk-Off-Sentiment hat in der vergangenen Woche am Aktienmarkt tiefe Spuren hinterlassen, aber auch der Devisenmarkt hat heftig reagiert. Sichere Häfen profitierten, risikosensitive Währungen verloren. Interessanterweise scheint der Dollar aktuell nicht mehr in die erste Kategorie zu fallen.

EUR-USD legt dynamisch zu

USA: Trump schürt Rezessionssorgen und Zinssenkungsspekulationen

Der Zollstreit ist in vollem Gang. Insbesondere die USA und China überboten sich zuletzt mit immer wüsteren Zollandrohungen. Die EU agiert bislang zurückhaltender, doch auch hier bleibt abzuwarten, ob sich nicht auch im bilateralen Verhältnis USA-EU ein immer weiter eskalierendes Kräftemessen entwickelt. Zuletzt sorgte die Ankündigung aus dem Weißen Haus, dass ein Teil der Zölle zunächst ausgesetzt werden, zumindest für etwas Erleichterung. Ob diese von Dauer sein wird, bleibt abzuwarten. **Dass in einem Handelskrieg beide Seiten nur verlieren können, mag den Akteuren in Brüssel und Peking zwar bewusst sein, mit einem Gegenspieler wie Trump sehen sie sich jedoch gezwungen, die Muskeln spielen zu lassen.** Das Resultat sind signifikante Abwärtsrevisionen der globalen Wachstumsprognosen. In den USA droht eine Rezession und auch in der Eurozone sind die Hoffnungen auf eine zarte konjunkturelle Erholung in diesem Jahr wohl wieder vom Tisch.

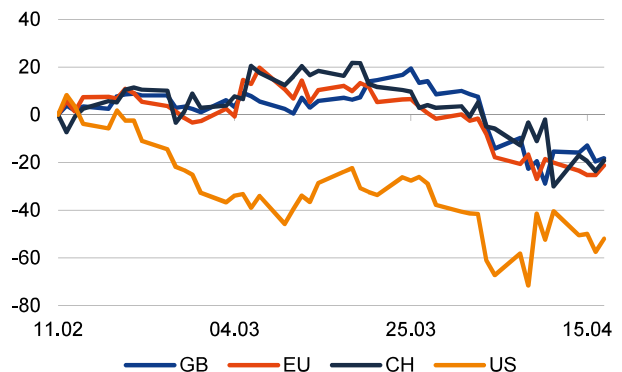
Die Zollspirale ist in vollem Gang. Ob der jüngste Rückzieher von Trump von Dauer sein wird, bleibt abzuwarten

Mit Trump nehmen die Zinssenkungserwartungen zu, ...
Impliziter Leitzins USA, Dez-25 (in Prozent)



Quelle: Bloomberg

... allerdings nicht nur in den USA
Veränderung der Leitzinserwartungen für Dez-25 (in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für die Notenbanken sollte dies *ceteris paribus* zwar mehr Zinssenkungsspielraum eröffnen, unglücklicherweise **gehen Zölle aber in der Regel nicht nur mit schwächerem Wachstum, sondern auch mit mehr Inflation einher**. Insbesondere in den USA ist mit einem dynamischen Anstieg der Preise zu rechnen, was die Fed vor ein Dilemma stellt. Ihr duales Mandat gebietet, dass sie sowohl die Inflationsentwicklung als auch die Entwicklung des Arbeitsmarkts im Blick behält. Ersteres würde für weniger oder sogar keine weiteren Zinssenkungen sprechen, letzteres diese aber durchaus rechtfertigen. Der Kapitalmarkt ist derzeit gänzlich auf die zu erwartende Eintrübung des konjunkturellen Umfelds fokussiert, die mit den Zöllen verbundenen Inflationsrisiken werden derzeit komplett ausgeblendet. Der

Weniger Wachstum eröffnet zwar theoretisch neuen Zinssenkungsspielraum ...

... allerdings gehen Zölle auch mit deutlich erhöhten Inflationsrisiken einher

Inflationsschub dürfte jedoch nicht lange auf sich warten lassen und **der Markt sich gezwungen sehen, seine Erwartungen bzgl. der Fed erneut zu revidieren.**

Normalerweise würden wir an dieser Stelle wahrscheinlich argumentieren, dass das Auspreisen überzogener Zinssenkungserwartungen dem Dollar Rückenwind verschaffen sollte. Die Erfahrung der vergangenen Tage legt jedoch nahe, dass die Gleichung „weniger Zinssenkungen = stärkerer Dollar“ nicht unbedingt aufgehen muss. Denn zuletzt wurden, zumindest zeitweise, *mehr Zinssenkungen* mit einem *stärkeren Dollar* gleichgesetzt. **Grund hierfür ist, dass eine expansive Geldpolitik als Mittel zur Bekämpfung der kommenden wirtschaftlichen Schwäche gesehen wird.** Somit ist zwar nicht auszuschließen, dass der Dollar temporär von einem Auspreisen aggressiverer Zinssenkungen profitiert, ein dauerhaft stärkerer Dollar lässt sich mit unserem Ausblick für die Fed jedoch wohl kaum glaubwürdig verargumentieren.

Eurozone: Neue (alte) Unsicherheiten

Auch für die EZB wird das geldpolitische Handeln nun deutlich schwieriger. Die Tauben im EZB-Rat, die derzeit offenbar in der Überzahl sind, argumentieren, dass die US-Handelspolitik zum einen wirtschaftliche Risiken birgt, gleichzeitig aber auch deflationär wirken kann. U.a. wird die Vermutung angestellt, dass die prohibitiven Zölle der US-Regierung, insbesondere in Richtung China, dazu führen werden, dass Handelsströme in Richtung Europa umgeleitet werden. Dem gegenüber stehen jedoch Bedenken, dass eine Eskalation des Handelsstreits auch diesseits des Atlantiks für neue preistreibende Impulse sorgen könnte. Im Minenfeld dieser Unsicherheiten wird sich die EZB gezwungen sehen, daten- und ereignisabhängig zu agieren. Wir erwarten für den Sommer eine weitere Zinssenkung, angesichts der Tatsache, dass unsere Prognose die Inflationsrate in der Eurozone dauerhaft leicht über dem Ziel der EZB verordnet, schließt sich das Fenster jedoch spätestens im Spätsommer. Für den Euro sollten somit zumindest aus der Geldpolitik kaum neue Impulse kommen. Wirtschaftlich bietet das Spannungsfeld zwischen US-Zöllen und deutscher Fiskalpolitik sowohl Chancen als auch Risiken – und somit keinen klaren Impuls für eine nachhaltige Auf- oder Abwertung.

EUR-USD: Auf und nieder, immer wieder

Wir hatten in unserer bisherigen Prognose unterstellt, dass EUR-USD auf Sicht der kommenden drei Monate eine Korrektur in Richtung der Marke von 1,05 USD durchlaufen würde. Zum einen, weil uns die Euphorie, die auf die Ankündigung des deutschen Fiskalpakets folgte, übertrieben erschien. Zum anderen, weil wir die zum selben Zeitpunkt aufgekommenen US-Rezessionssorgen nicht geteilt haben. Die letzten Wochen haben unser Bild nun erneut auf den Kopf gestellt und uns zu einer Abwärtsrevision unserer Wachstumsprognosen für die Eurozone vor allem aber der USA genötigt. **Eine signifikante EUR-USD-Korrektur in Richtung der Parität ist nun sicherlich nicht mehr zu erwarten. Gleichzeitig gibt es allerdings auch keine guten Argumente für eine deutliche EUR-USD-Aufwertung:** der Dollar ist eindeutig angeschlagen, am Euro gehen die jüngsten Ereignisse jedoch auch nicht spurlos vorbei. Das einzige was wir derzeit mit Sicherheit vorhersagen können, ist dass die Volatilität hoch bleiben wird. All dies wollen wir mit unserer neuen (auf den ersten Blick wenig spannenden) **Prognose von 1,10 USD über alle Horizonte hinweg zum Ausdruck bringen, die als Mittelwert einer von uns unterstellten, sehr breiten und volatilen Handelsspanne verstanden werden sollte.**

Im aktuellen Umfeld ist noch nicht einmal mehr klar definiert, ob niedrigere Leitzinsen positiv oder negativ für den Dollar sind

In Europa ist die Wachstumseuphorie erneuter Ernüchterung gewichen

Und auch hier limitiert der Faktor Inflation die Möglichkeiten der Zentralbank

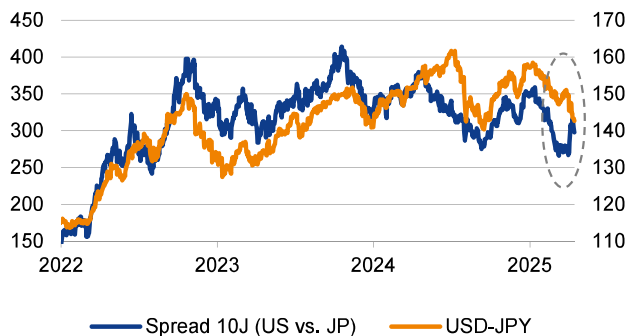
Die von uns vormals unterstellte erneute Abwertung von EUR-USD in Richtung von 1,04 USD ist nun nicht mehr zu erwarten

Japan: Die Renaissance des Sicherer Hafens

Inmitten der Finanzmarkturbulenzen der letzten Woche(n) hat der Yen sein Comeback als globaler Sicherer Hafen gefeiert. Erst hauchdünn über der Marke von 142 JPY kam der USD-JPY-Ausverkauf zum Stillstand; noch Ende März notierte das Währungspaar bei 151,20 JPY. Auf diese Safe-Haven-Dynamik hatte die japanische Valuta in den letzten Jahre durchweg verzichten müssen. **Bemerkenswert ist der frisch zu beobachtende Strukturbruch bei der Zins-Korrelation:** Seit fünf Jahren war der Renditeabstand zwischen den zehnjährigen US-Staatsanleihen und ihren Pendanten aus Japan der perfekte Wegweiser für USD-JPY, davon kann heute keine Rede mehr sein. Der steile US-Zinsanstieg hatte sogar den gegenteiligen Effekt, da die Anleger in ihm keine Renditechance, sondern eine erhöhte Risikoprämie sahen, was der Yen zu seinen Gunsten zu nutzen verstand

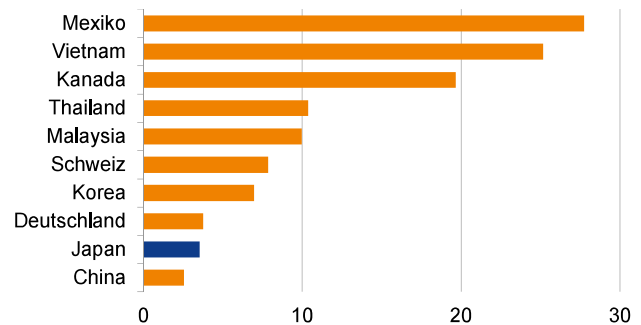
Strukturbruch bei Zinskorrelation

Richtungsweisender Strukturbruch – das Ende der Zinskorrelation?
Spread USA vs. JP (10J) in Bp (l. S.) und USD-JPY (r. S.)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Japans Wirtschaft hängt gar nicht mehr so stark an US-Nachfrage
Exporte in USA in % vom BIP



Quelle: LSEG, IWF, DZ BANK

Der Yen lockt Investoren nicht nur als Sicherer Hafen an, sondern auch mit der Aussicht auf eine straffere Geldpolitik. Die marktseitig eingepreisten BoJ-Zinserhöhungserwartungen haben unter den Verwerfungen der letzten Tage zwar gelitten, und BoJ-Chef Ueda unterstreicht die Notwendigkeit eines umsichtigen Vorgehens angesichts des unsicheren Umfelds. Auch wir gehen davon aus, dass die **US-Zölle bremsend auf Japans Außenhandel wirken, die Abhängigkeit ist aber geringer als für die Exportnation Japan oft unterstellt wird.** Die Exporte in die USA betragen gerade einmal 3,5% der Wirtschaftsleistung des Landes. Bei der nächsten BoJ-Sitzung am 30. April/1. Mai erhalten wir anhand der neuen Projektionen Aufschluss darüber, wie die Notenbank die Konjunktur- und Inflationsperspektiven nach dem Zollschock beurteilt. Deutliche Hinweise auf den Zeitpunkt des nächsten Schritts dürften sich Ueda&Co nicht entlocken lassen. Doch **sobald sich der handelspolitische Nebel lichtet, sollte klar werden, dass die inländischen Motive für höhere Leitzinsen weiter Bestand haben** (Lebensmittelpreise, Lohninflation, enger Arbeitsmarkt, ...), weswegen wir an unserer Prognose einer Leitzinserhöhung im Juli festhalten. **Für den Yen bedeutet dies eine klassische Win-Win-Situation:** In einem freundlichen Umfeld profitiert er von der Aussicht auf weitere BoJ-Zinserhöhungen, bei anhaltend schlechter Stimmung als Sicherer Hafen.

Win-Win-Situation für den Yen

Großbritannien: Zwischen den Fronten

Ende März musste die britische Schatzkanzlerin ihre Politik anpassen, um den jüngsten Entscheidungen des unabhängigen Office for Budget Responsibility Rechnung zu tragen. **Ausgabenkürzungen und Einnahmeerhöhungen in Höhe von fast 10 Mrd. GBP mussten gefunden werden**, um die Haushaltsregeln einzuhalten, die sie selbst im Oktober aufgestellt hatte. Die damit verbundenen Maßnahmen waren nicht populär und haben die Regierung einiges an politischem Kapital gekostet.

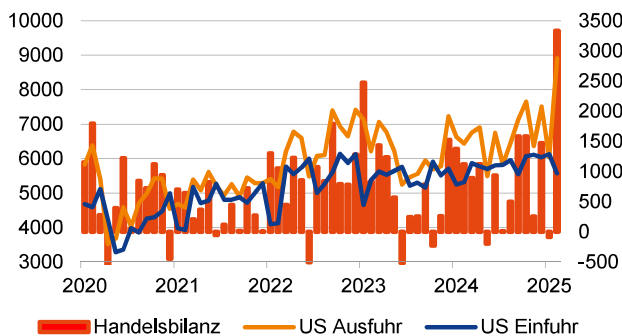
Seitdem hat sich die Situation verschlechtert, da Präsident Trump einen allgemeinen Zoll von 10% auf britische Exporte in die USA angekündigt hat (wobei die Automobil- und Metallindustrie mit einem Zoll von 25% rechnen muss). Und dies, obwohl die Daten aus den USA **eindeutig belegen, dass die USA einen Handelsüberschuss mit Großbritannien haben**, was bedeutet, dass Zölle auf britische Exporte in die USA für eine ausgeglichene Handelsbeziehung nicht notwendig sind. Es wird erwartet, dass die **US-Zölle die britische Wirtschaft bis zu 0,3 Prozentpunkte des ohnehin nicht sehr robusten Wirtschaftswachstums kosten werden**. Schlechte Nachrichten gibt es auch für die Staatsfinanzen, denn die Renditen für Staatsanleihen sind zuletzt wieder gestiegen. Dies verteuert die Bedienung der Staatsschulden. Vor diesem Hintergrund hat die DZ BANK ihre BIP-Prognose für Großbritannien für 2025 von 1,1 % auf 0,9 % J/J gesenkt. Die Inflationsprognose bleibt unverändert bei 2,9 % J/J.

Im März war die Regierung gezwungen, die fiskalischen Schrauben ein wenig anzuziehen

Trumps allgemeine Zölle von 10 % auf britische Exporte dürften die ohnehin schwächelnde Wirtschaft weiter belasten

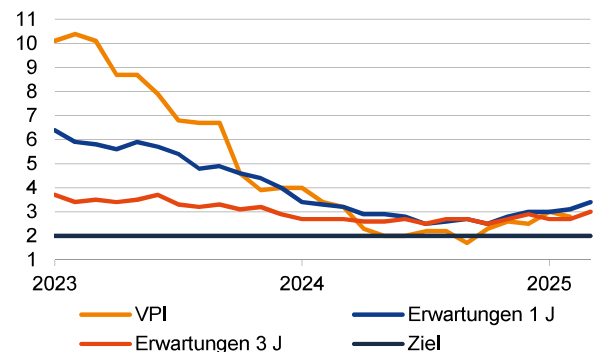
BIP-Prognose auf 0,9% J/J nach unten revidiert

Handel der USA mit dem Vereinigten Königreich - die USA haben im Allgemeinen einen Überschuss, aber Trump hat trotzdem einen Zoll von 10% eingeführt
In Mio. USD, sichtbare Handelsbilanz (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Inflation hat sich in den letzten Monaten oberhalb der Zielmarke von 2 % stabilisiert. Die Inflationserwartungen steigen wieder an
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für die Bank of England (BoE) stellt die Aussicht auf eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums bei gleichzeitig chronischer Inflation ein geldpolitisches Dilemma dar: Die Inflationserwartungen sind in den letzten Monaten leicht gestiegen, und der Lohndruck hat nicht in dem Maße nachgelassen, wie es sich die Zinsentscheider der BoE gewünscht hätten. Ersteres spricht für eine Lockerung der Geldpolitik, letzteres für eine Beibehaltung der Zinsen auf dem aktuellen restriktiven Niveau. Aus heutiger Sicht dürfte die BoE an ihrer bisherigen Strategie einer moderaten und vorsichtigen Lockerung festhalten. Dies dürfte zu einer Senkung um 25 Basispunkte in Q2 führen, gefolgt von einer weiteren Senkung in Q3. Vieles wird jedoch davon abhängen, wie sich die Wirtschaft entwickelt.

Bank of England vor politischem Dilemma,

aber weitere Zinssenkungen erwartet

Das Pfund Sterling wird wahrscheinlich von seinen stärksten Nachbarn, dem US-Dollar und dem Euro, unter Druck gesetzt werden. Der US-Dollar hat mit der wirtschaftlichen Unsicherheit zu kämpfen, die durch unvorhersehbare politische Entscheidungen hervorgerufen wird, während der Euro mit einem allgemeinen Zoll von 25 % auf Exporte konfrontiert sein könnte, sobald die derzeitige dreimonatige Schonfrist ausläuft, sowie mit einer nicht gerade glänzenden allgemeinen Lage. Dennoch dürften die finanzpolitischen Pläne der neuen deutschen Regierung Deutschland, der Eurozone und dem Euro einen gewissen Auftrieb verleihen. Die Aussichten für den Devisenmarkt sind mit Unsicherheiten behaftet, und es ist unwahrscheinlich, dass sich ein klarer und nachhaltiger Trend abzeichnet. Der Umgang mit einem volatileren und (wahrscheinlich) etwas weniger liquiden Markt dürfte bis zum Sommer an der Tagesordnung sein.

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

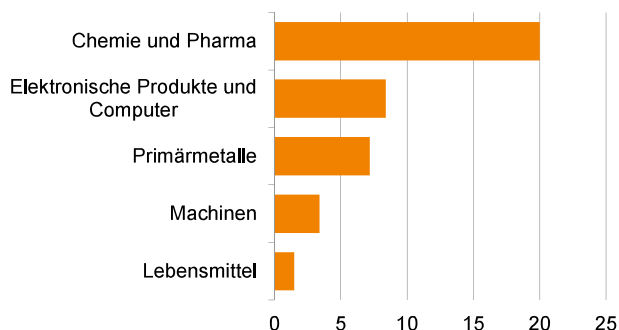
Die Aussichten für das Pfund sind ungewiss, aber die Volatilität dürfte höher sein als 2024

Schweiz: Wann ist der starke Franken der SNB zu stark?

Im eskalierenden Handelsstreit von Gewinnern zu sprechen, fällt schwer – der Schweizer Franken gehört aber fraglos dazu. Obwohl auch die Schweiz mit unverhältnismäßigen, angeblich „reziproken“ US-Zöllen überzogen wurde, dominiert die **Safe-Haven-Rolle der Alpenwährung** andere fundamentale Überlegungen. Vor dem 90tägigen Aufschub waren gegen die Schweiz Zölle von 31% verhängt worden: weitaus mehr als gegen die EU (20%) und fast so viel wie zum damaligen Zeitpunkt gegen China (34%). Dabei hatte die Schweiz **ihre Zölle auf Industriegüter 2024 sogar ganz abgeschafft**, verzerrende Subventionen werden nicht praktiziert. Zollbedingte Wachstumseinbußen bei den Schweizer Schlüsselindustrien sind unvermeidlich, wenn die Abgaben in Kraft treten. Der Rahmen für den wichtigen Pharmasektor bleibt dabei eine große Unbekannte. Bisher war er gänzlich von den US-Zöllen ausgenommen (auch von den 10%-Basiszöllen); Trump drohte allerdings vor wenigen Tagen mit „hohen“ Zöllen für den Pharmabereich, die „in Kürze“ kommen sollen.

US-Liberation Day befreit den Schweizer Franken

Außenhandel mit USA wird von Pharma und Chemie dominiert
Schweizer Güter-Exporte in die USA, in Mrd. USD



Quelle: SECO, DZ BANK

Völlig losgelöst? Franken auf Rekordhoch
Handelsgewichteter Franken-Index



Quelle: LSEG, BIZ, DZ BANK

Die Stärke des Schweizer Frankens ist gegenüber dem Euro deutlich erkennbar. Der EUR-CHF-Rutsch bis 0,9223 CHF im Tief ist aber nur ein Bruchteil der Franken-Aufwertung zum US-Dollar, mit USD-CHF-Notierungen von nur noch 0,81 CHF. Der

Rekordhoch beim handelsgewichteten CHF-Index

Blick der Schweizerischen Nationalbank auf den handelsgewichteten Franken dürfte entsprechend besorgt ausfallen. Die jüngsten Umschichtungen haben dem Franken-Index ein Rekordhoch beschert. Schon vor der jüngsten handelspolitischen Eskalation war die Angst vor dem Rutsch in die Deflation allgegenwärtig. Die markante Aufwertung der letzten Wochen verschärft das Risiko über den Kanal der Importpreise. Dies setzt die **SNB unter Zugzwang**. Eigentlich hätte die jüngste Zinssenkung vom März die letzte im aktuellen Zyklus sein sollen. Währungsbedingte Importpreisrisiken und ein eingetrübter Wachstumsausblick bringen den Juni-Termin aber wieder ins Spiel. **Bis dahin steht die SNB vor der Versuchung, mit Interventionen am Devisenmarkt gegenzusteuern.** Ein langjährig erprobtes Instrument, das in den letzten Quartalen allerdings nicht eingesetzt wurde. Es jetzt zu reaktivieren, könnte bei Präsident Trump für Unmut sorgen. **Will sich die Schweiz dem Vorwurf der Währungsmanipulation aussetzen, solange die Gespräche über Zölle noch laufen? Wohl eher nicht.**

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

Australien & Neuseeland: Risikosentiment treibender Faktor für AUD & NZD

Nach den Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten **im Zuge des „Liberation Day“ geriet der australische Dollar als risikosensitive Währung zwischenzeitlich massiv unter Abgabedruck:** AUD-USD notierte unterhalb von 0,60 USD, was dem **niedrigsten Stand seit Beginn der Corona-Pandemie** entspricht. Die teilweise Erholung der globalen Aktienmärkte aufgrund der **Ankündigung Trumps, die reziproken US-Zölle für 90 Tage** (nicht aber die Basiszölle in Höhe von 10%) auszusetzen, sorgte für eine Aufhellung des Risikosentiments und ließ das **Währungspaar wieder auf Kurse von aktuell über 0,63 USD steigen** – eine solche Volatilität hat man ebenfalls zuletzt im März 2020 gesehen. Was geblieben ist, sind die **Sorgen der Geldmarktteilnehmer** über die mutmaßlichen Folgen eines US-chinesischen Handelskriegs für die australische Konjunktur: In den **Cash Rate Futures sind vier bis fünf Zinssenkungen bis Jahresende eingepreist**, vor „Trump's großem Auftritt“ waren es gerade einmal drei. Nach einer Dringlichkeits-sitzung des australischen Finanzministers Jim Chalmers mit führenden Wirtschaftsvertretern sowie der Gouverneurin der Reserve Bank of Australia (RBA), Michele Bullock, hatte Chalmers sogar von einer möglichen Jumbo-Zinssenkung von 50 Bp bei der kommenden Sitzung der RBA im Mai gesprochen. Wir teilen diese Auffassung nicht nur, weil die Zinsentscheidung nicht in der Kompetenz des Finanzministers liegt. Es gibt auch **fundamentale Gründe**, die gegen einen Zinsschritt in dieser Größenordnung und **für einen nach wie vor umsichtigen Zinssenkungszyklus der australischen Notenbank** sprechen:

Höchste Volatilität bei AUD-USD seit Beginn der Corona-Pandemie

Marktseitige Zinssenkungserwartungen für Australien zuletzt stark zugenommen

So ist nicht nur mit knapp 5% der **US-Anteil der australischen Exporte** relativ gering, auch der **australische Industriesektor gemessen am BIP** ist mit ca. 5% sehr gering im Vergleich zu anderen bedeutenden Volkswirtschaften (z.B. China: 26%, Deutschland und Japan jeweils 19%). Zwar ist der Konjunkturausblick für China, dem wichtigsten Handelspartner Australiens, durchaus düster, allerdings dürfte ein Großteil der bisherigen Exporte in das Reich der Mitte neue Absatzmärkte finden. Insgesamt hat das **DZ BANK Research** ihre **Wachstumsprognose für Australien für 2025 nur geringfügig** nach unten revidiert und rechnet nach wie vor mit einem soliden Wachstum von 1,9% (J/J), auch wenn eine sich zuletzt eingetrübte Verbraucherstimmung die Erholung des privaten Konsums wohl verzögern dürfte. Was die Geldpolitik betrifft, so dürfte die **RBA im Mai** wieder aktiv werden und ihren **Leitzins um 25 Bp auf 3,85%** senken – in den „Minutes“ zur April-Sitzung hieß es, dass der Mai ein „günstiger Zeitpunkt wäre, um die geldpolitische Ausrichtung zu überprüfen“. Zudem verzichteten die Notenbank-Oberen im Vergleich zur Februar-Sitzung auf den Satz, dass die Disinflation ins Stocken geraten könnte, wenn die Politik „zu früh zu stark“ gelockert wird. Das von RBA präferierte Maß zur **zugrundeliegenden Inflation liegt gemäß den monatlichen Daten aktuell bei 2,7% (J/J) und damit den dritten Monat in Folge innerhalb des Inflationszielbandes** der Notenbank von 2-3%. Die aktuell vom Markt eingepreisten Zinssenkungen halten wir dennoch für übertrieben – so rechnen wir insgesamt nach der Mai-Zinssenkung nur noch mit zwei weiteren Lockerungen bis zu einer Terminal Rate von 3,35%.

Auswirkungen höherer US-Zölle für australische Wirtschaft wohl relativ gering

RBA dürfte im Mai Leitzins um 25 Bp senken

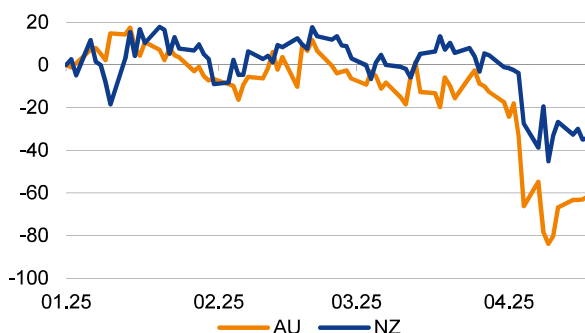
Der **australische Dollar** dürfte in den kommenden Monaten „**Spielball**“ des **globalen Risikosentiments** bleiben, weshalb eine Korrektur in Richtung 0,61 USD nicht auszuschließen ist. Auf 12M-Sicht sollte er dann jedoch von der konjunkturellen Erholung der australischen Wirtschaft profitieren und um 0,66 USD notieren.

Risikosentiment bleibt auf kurze Sicht bestimmender Faktor für AUD

Am **3. Mai wählen** die **Australier** zudem ein **neues Parlament**: In den letzten Wochen hat die oppositionelle rechtskonservative Koalition sukzessive an Zustimmung verloren, inzwischen liegt die regierende Labor-Partei basierend auf einer Zwei-Parteien-Präferenzwahl mit 52% vorne. Während mit Blick auf die Fiskalpolitik ein Sieg der Labor-Partei nichts am „Status-Quo“ ändern dürfte, würde ein Sieg von der Koalition eine tendenziell restriktivere Fiskalpolitik nach sich ziehen. In Kombination mit einer strikteren Migrationspolitik könnte dies zu einer niedrigeren Inflation führen.

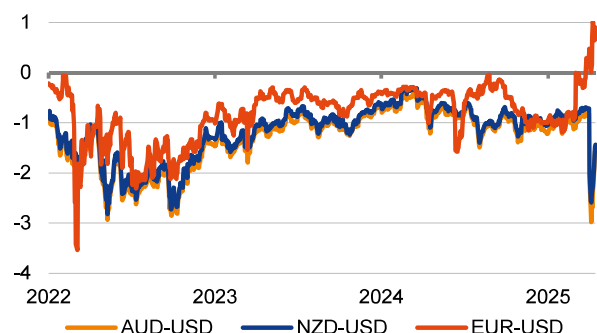
Knappes Rennen bei Parlamentswahlen Anfang Mai erwartet

Zinssenkungserwartungen haben in AU stärker zugenommen als in NZ
Veränderungen der Leitzinserwartungen; AU: Dez-25, NZ: Nov-25 (in Bp)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Optionsmarktteilnehmer seit „Liberation Day“ deutlich AUD- bzw. NZD-negativer gestimmt
Risk Reversals (25D 3M); positive Werte = USD-bearish



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Neuseeland hat die dortige Notenbank (RBNZ) im April wie marktseitig erwartet ihren **Leitzins um 25 Bp auf nun 3,50% gesenkt** und erklärt, dass sie Spielraum für weitere Senkungsschritte hat. Die in Kraft getretenen **US-Zölle** würden nicht nur die Aussichten für die globale Konjunktur eintrüben, sondern **bergen auch Abwärtsrisiken sowohl für die neuseeländische Wirtschaft als auch für die Inflation**, so die RBNZ in ihrer geldpolitischen Erklärung. Weil **ca. 39% aller neuseeländischen Exporte auf China und die Vereinigten Staaten entfallen**, könnte eine (weitere) Verschärfung des Zollstreits zwischen China und den USA die **Erholung von Neuseelands Wirtschaft gefährden**, weshalb die Sorgen der neuseeländischen Währungshüter nicht unberechtigt sind. Das Mitte April **von der RBNZ neu eingeführte Nowcast-Modell** zur Schätzung des Bruttoinlandsprodukts deutet mit aktuell rund +0,8% (Q/Q) für das erste Quartal jedoch auf ein weiterhin solides Wachstum hin.

RBNZ senkt Leitzins um weitere 25 Bp und sieht weiteren Lockerungsspielraum

Neues Nowcast-Modell für BIP deutet auf solides Wachstum hin

Was die Inflation anbelangt, so hat sich diese im ersten Quartal stärker als marktseitig und von der RBNZ erwartet auf 2,5% (J/J) beschleunigt. Ein Blick in die Details zeigt jedoch, dass der **Preisdruck sämtlicher Kerninflationsmaße weiter rückläufig** war: So ist beispielsweise die Kernrate ohne Energie und Lebensmittel auf den niedrigsten Stand seit vier Jahren gefallen. Vor dem Hintergrund des „dovishen“ **Tenors bei der letzten Zinsentscheidung** dürfte die neuseeländische Notenbank bei der kommenden **Sitzung Ende Mai ihren Leitzins erneut um 25 Bp senken**. Die Geldpolitik wäre dann nur noch leicht restriktiv ausgerichtet (der neutrale Leitzins wird aktuell bei 2,9% geschätzt), weshalb die RBNZ nach der Sommerpause datenabhängig und mit Blick auf die Entwicklung agieren dürfte. Auch wenn unsere aktuelle Leitzinsprognose auf 12M-Sicht von 3% mit Abwärtsrisiken behaftet ist, halten wir die marktseitigen Zinssenkungserwartungen von mehr als drei Lockerungsschritten bis Jahresende für übertrieben.

Gesamtinflation in Q1 stärker als erwartet gestiegen, Kernrate aber weiter rückläufig

12M-Leitzinsprognose mit Abwärtsrisiken, marktseitige Zinssenkungsfantasien jedoch übertrieben

Auch der Kiwi-Dollar dürfte in den kommenden Monaten stark von der globalen Risikostimmung beeinflusst werden, Korrekturen in Richtung 0,56 USD sind daher nicht auszuschließen. Auf 12M-Sicht sollte er jedoch von einer im Vergleich zur US-Wirtschaft relativ starken konjunkturellen Dynamik Neuseelands gestützt werden.

Auch NZD kurzfristig von globalem Risikosentiment getrieben

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

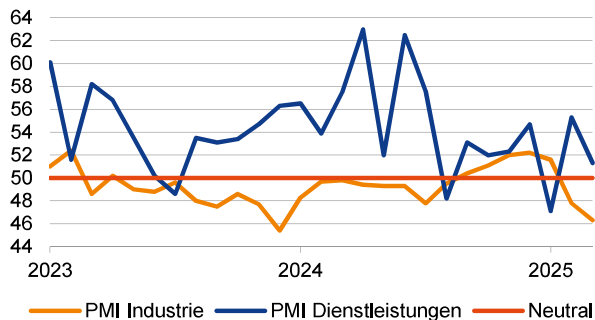
Kanada: Viel Arbeit für den neuen Premierminister und die BoC

Kanadas neuer Premierminister Mark Carney hat beschlossen, **vorgezogene Parlamentswahlen auszurufen**. Diese sollen am 28. April stattfinden und damit rund ein halbes Jahr früher als geplant. Für diese Entscheidung gab es zwei gute Gründe. Erstens hat sich das Ansehen der Liberalen Partei in den Meinungsumfragen merklich verbessert, seit Präsident Trump von einem Anschluss Kanadas an die USA spricht und seinen Handelskrieg begonnen hat. Sowohl Carney als auch sein Vorgänger Trudeau haben sich für Kanada und seine Interessen stark gemacht. Dies kam bei den kanadischen Wählern gut an. Auf der anderen Seite haben die oppositionellen Konservativen mit ihrer stark populistischen Ausrichtung und ihrer Verbindung zu Trumps MAGA-Bewegung an Unterstützung verloren. Zweitens ist es angesichts der drohenden Zölle und Gegenzölle, die in der zweiten Jahreshälfte zu einem langsameren Wirtschaftswachstum und einer höheren Inflation führen dürften, auch aus taktischen Gründen sinnvoll, die Wahl früher als erforderlich abzuhalten. **Welche Partei die nächste kanadische Regierung stellen wird, ist im Vergleich zum**

Der neue Premier hat sich für vorgezogene Parlamentswahlen entschieden, aber eine klare Mehrheit dürfte schwer zu erreichen sein

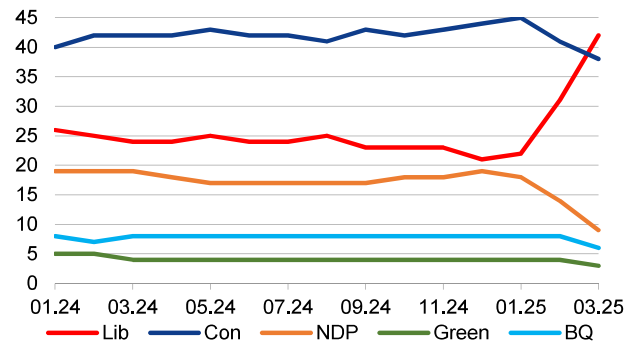
letzten Herbst jedenfalls ungewisser geworden und damit auch die politischen Aussichten.

Die Einkaufsmanagerindizes sind wegen Trumps Zolldrohungen im Sinkflug, was zu einer Konjunkturabschwächung führen dürfte
In Punkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Liberalen mit erstaunlichem Aufschwung, Konservative verlieren an Zustimmung
Wahlabsichten in %, Daten zum Monatsende



Quelle: 338Canada, DZ BANK

Die Unsicherheit über einen möglichen Handelskrieg mit Kanadas wichtigstem Handelspartner ist eindeutig ein großes Problem für die Wirtschaft. Die negativen Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor des Landes spiegeln sich im jüngsten Rückgang des Einkaufsmanagerindex wider. Dies dürfte zu einem schwächeren Wirtschaftswachstum führen. Die DZ BANK hat ihre BIP-Prognose für 2025 von 1,2 % auf 0,7 % J/J nach unten revidiert und die Inflationsprognose für 2025 von 2,6 % auf 2,4 % J/J gesenkt.

Große wirtschaftliche Unsicherheit durch Trumps Zollkriegspläne

Für die Bank of Canada (BoC) würde die Aussicht auf eine konjunkturelle Abschwächung normalerweise eine Lockerung der Geldpolitik bedeuten. Da die Inflation innerhalb des Zielbandes von 1-3 % bleiben dürfte, ist das Risiko einer Wiederholung der Inflationsprobleme von 2021-2023 gering. Die BoC hat sich in diesem Jahr bereits besorgt über den Arbeitsmarkt geäußert, und die März-Daten zeigen einen weiteren leichten Anstieg der Arbeitslosenquote (auf nunmehr 6,7%) und einen Rückgang der Nettobeschäftigung - eine Verlangsamung scheint im Gange. Die BoC wird wahrscheinlich bis nach den Parlamentswahlen warten wollen, bevor sie die Geldpolitik weiter lockert, um den Eindruck einer möglichen politischen Voreingenommenheit zu vermeiden. Sie könnte auch abwarten wollen, bis mehr Klarheit über die US-Zollpolitik herrscht. Angesichts der Verzögerung zwischen einer Zinssenkung und dem Einsetzen ihrer positiven Auswirkungen auf die Wirtschaft ist davon auszugehen, dass die nächste Zinsmaßnahme im Juni erfolgen wird, und zwar voraussichtlich in einer Größenordnung von 25 Basispunkten. Für den Herbst wird mit einer weiteren moderaten Lockerung gerechnet.

Wirtschaftsaussichten dürften die BoC zu Zinssenkungen nach den Wahlen und nochmals im Herbst veranlassen

Die Aussichten für den kanadischen Dollar werden von der Geldpolitik beeinflusst, aber auch andere, weniger vorhersehbare Faktoren dürften in den kommenden Monaten eine Rolle spielen. Dazu gehören in erster Linie die Wahlen in Kanada und die Reaktion der Wirtschaft, nicht nur auf die Wirtschaftspolitik der neuen Regierung, sondern auch auf Trumps Zollkrieg gegen den Rest der Welt. **Die Märkte dürften volatil bleiben, eine klare Richtung erscheint unwahrscheinlich.**

Volatiler Markt für den CAD erwartet

Skandinavien: Leitzinssenkungen in Schweden beendet – in Norwegen aufgeschoben

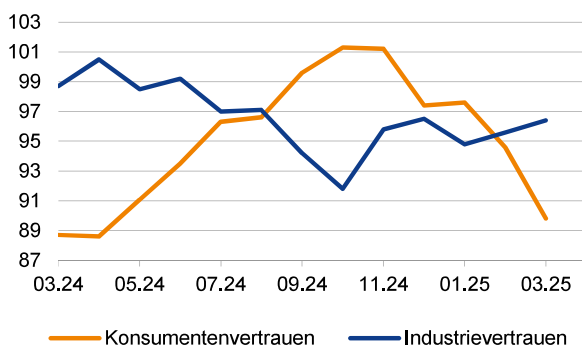
Das Inflationsmaß, auf das sich die Riksbank fokussiert, der Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz CPIF, lag im März bei 2,3% im Jahresvergleich, was einem Rückgang von 0,6 Prozentpunkten gegenüber Februar entspricht. Die Kerninflation, die die Energiepreise ausschließt, wurde unverändert bei 3,0% im Jahresvergleich festgestellt. Nachdem die Inflation im Januar und Februar nach oben hin überrascht hatte, entsprach sie im März den Erwartungen der Riksbank. **Die Inflationsaussichten sind aber aufgrund der weltweiten Handelsspannungen mit erhöhter Unsicherheit behaftet.** Wir haben unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2025 um 0,3 Prozentpunkte auf 2,0%, das Wachstum im Jahr 2026 jedoch weitgehend unverändert belassen (ebenfalls 2,0% J/J). Die Hauptgründe für die Abwärtskorrektur sind ein schwächerer Start in dieses Jahr und die handelspolitische Unsicherheit, da hohe US-Zölle gegen die EU weiterhin möglich sind. Anders als in den vergangenen Jahren erwarten wir, dass die Inlandsnachfrage das Wachstum antreiben wird. Allerdings ist die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarktes ein Hauptrisiko für unsere Prognose eines konsumgetriebenen Aufschwungs. Die Arbeitslosenquote ist mit 9,4% hoch, hat aber wahrscheinlich ihren Höhepunkt überschritten.

Inflationsaussichten aufgrund weltweiter Handelsspannungen mit erhöhter Unsicherheit behaftet

Die Riksbank revidierte die Prognose für den CPIF-Inflationsindex für 2025 jüngst um plus 0,5 Prozentpunkte auf 2,5%. Angesichts der hohen Unsicherheit über die Inflationsaussichten dürfte der Leitzins auf absehbare Zeit bei 2,25% stabil gehalten werden. EUR-SEK hat seit Anfang Februar merklich aufgewertet, mit den aufkommenden Zollquerelen seit Anfang des Monats aber wieder einen Teil der Gewinne abgegeben. Wir halten die jüngste Entwicklung für etwas überzogen und **gehen auf Sicht von drei Monaten von EUR-SEK-Notierungen um 11,00 SEK aus.**

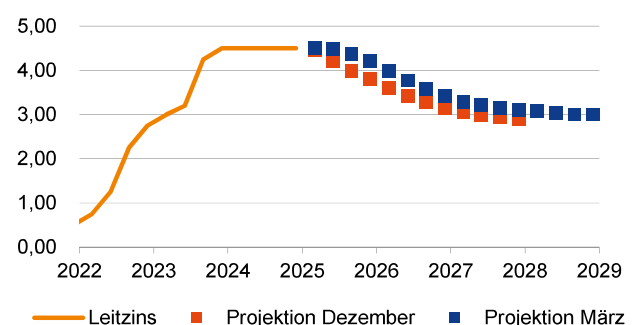
Riksbank dürfte Warteposition einnehmen – Krone bei 11,00 EUR-SEK erwartet

Schweden: Private Haushalte zunehmend pessimistischer
Index in Punkten



Quelle: LSEG

Norwegen: Norges Bank verschiebt Leitzinssenkung
in %



Quelle: LSEG, Norges Bank

Die Norges Bank musste ihre Leitzinsprognosen revidieren und beließ, trotz avisierter Zinssenkung, den Leitzins Ende März unverändert bei 4,5%. Zur Begründung ihrer Entscheidung erklärte die Norges Bank, dass die Inflation angezogen habe und deutlich höher als erwartet sei und dass die Preise bei einer vorzeitigen Senkung des Leitzinses weiter rasch steigen könnten. Die Norges Bank fügte hinzu, dass die Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten größer als normal sei und dass der zukünftige Kurs des Leitzinses von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängen werde. Der neue Leitzinspfad sieht zwei Senkungen in diesem Jahr vor – wahrscheinlich im September und Dezember – gefolgt von einer schrittweisen

Norges Bank verschiebt angekündigte Leitzinssenkung

Senkung auf 3,50% bis Ende 2026 und einer weiteren Senkung auf 3,0% bis 2028. Wir gehen davon aus, dass die Entscheidung, die seit langem geplante Zinssenkung im März zu verschieben, eher eine Frage des Zeitpunkts als der Richtung ist und weiterhin Spielraum für niedrigere Zinssätze bei gleichzeitiger Beibehaltung einer straffen Politik bietet. Da der Preis- und Lohndruck nachlässt, wenn auch langsamer als im Dezember erwartet, dürfte ein niedrigerer Leitzins erforderlich werden, um eine weitere Straffung der Geldpolitik zu verhindern. Damit Zinssenkungen eingeleitet werden können, müsste die Norges Bank mehr Vertrauen in die Aussichten auf eine Disinflation haben. **Der neue Zinspfad, der eine Senkung um 25 Basispunkte im September und Dezember vorsieht, erscheint uns recht plausibel und spiegelt sich auch in unseren Prognosen wider.** Nach einer beeindruckenden Entwicklung der Krone im März, bei der mehrfach die Marke von 11,30 EUR-NOK unterschritten wurde, hat seit Anfang April eine schärfere Gegenbewegung eingesetzt, die auf die Verschlechterung der globalen Risikostimmung zurückzuführen ist. **Da wir nicht davon ausgehen, dass sich die globale Risikoaversion in den kommenden Wochen deutlich verringern wird, erwarten wir EUR-NOK auf Dreimonatssicht kaum verändert bei der Marke von 12,00 EUR-NOK.**

EUR-NOK-Notierungen auf Dreimonatsfrist bei 12,00 NOK erwartet

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Erratische US-Zollpolitik verunsichert Zloty und Co.

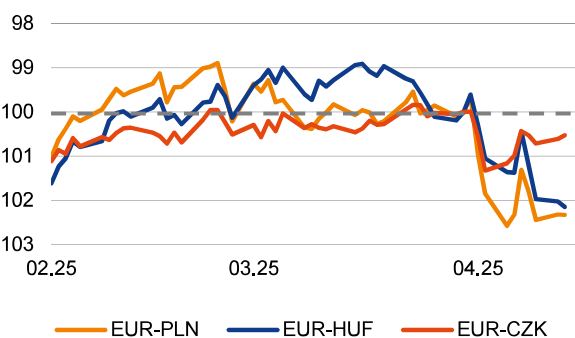
Der **US-Zollschock von Anfang April** sowie die damit einhergehenden erratischen Entscheidungen des US-Präsidenten sind wie von uns erwartet auch **an den CE3-Währungen nicht spurlos vorbeigegangen**. Vielmehr zeigen auch sie sich in dem seither von massiver Unsicherheit geprägten Umfeld gegenüber dem Euro schwächer. Als Belastungen erweisen sich in diesem Zusammenhang gleich zwei Argumente. Zum einen das sich **spürbar eingetrübte globale Risikosentiment** und zum anderen die **weltweiten Konjunktursorgen**.

Eingetrübtes Risikosentiment und globale Konjunktursorgen belasten

Und als ob dies nicht schon genug Ballast wäre, sieht sich die polnische Landeswährung nun auch noch mit geldpolitischen Sorgen konfrontiert, ist doch das Leitzinsschutzschild, welches dem Zloty in den vergangenen Monaten treue Dienste erwiesen hat, überraschend brüchig geworden. **Verantwortlich dafür ist niemand geringeres als der polnische Notenbankchef Glapinski selbst, welcher jüngst unerwartet seine geldpolitische Meinung um 180 Grad geändert hat.** So stellte er Anfang des Monats überraschend bereits für Mai oder für einen der darauffolgenden Monate eine geldpolitische Lockerung in Aussicht. Bislang zeigte sich der NBP-Chef überaus hawkish und bekräftigte erst im vergangenen Monat mit Verweis auf die Inflationsrisiken seine Einschätzung, dass es in nächster Zeit keinen Spielraum für Leitzinssenkungen gibt. Zeitweise ließ er anklingen, dass Zinssenkungen möglicherweise bis in das Jahr 2026 verschoben werden müssen. **Die geldpolitische Kehrtwende des Notenbankchefs ist nicht die Erste, mit der er den Zloty auf dem falschen Fuß erwischt.** Auch vor den Parlamentswahlen im Jahr 2023 senkte er unerwartet die Zinsen und schickte damit die Landeswährung auf Talfahrt. Dass die polnischen Währungshüter ihre Einschätzung im Hinblick auf die weitere Inflationsentwicklung jetzt „radikal“ geändert haben, ist den Worten von Glapinski zufolge der Inflationsentwicklung im ersten Quartal geschuldet. Diese blieb in den ersten drei Monaten des Jahres durchweg unter den Erwartungen der Zentralbank, was der Notenbankchef in den vergangenen Monaten jedoch nicht thematisiert hatte. **Wir haben daher unsere polnische Leitzinsprognose revidiert und rechnen nun auf Sicht von drei Monaten mit einer Leitzinssenkung um 25 Bp.** Den Zloty dürfte ein solcher Schritt nicht noch weiter verunsichern, ist eine entsprechende Lockerung der geldpolitischen Zügel marktseitig bereits weitgehend eingepreist.

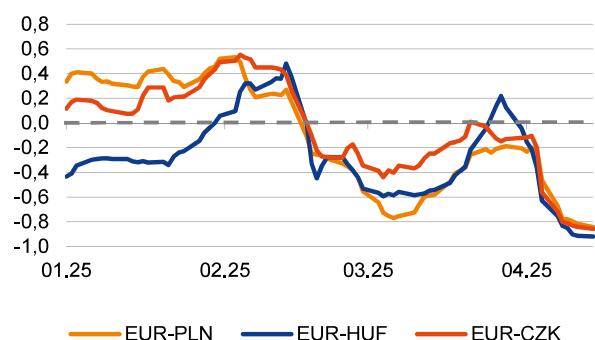
Den Zloty verunsichert zudem die überraschende geldpolitische Kehrtwende der dortigen Notenbank

US-Zollschock verunsichert die CE3-Währungen
indexiert, 01.04.2025 = 100, Veränderung in %, invers



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Weltweit eingetrübtes Risikosentiment belastet Zloty & Co.
Rollierende 1M-Korrelation zw. RONROFF Index und EUR-CE3



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die kommenden Wochen betrifft, so dürfte **die Unsicherheit rund um das Thema US-Zölle (Einführung, Rücknahme, temporäre Aussetzung ...)** und deren **realwirtschaftliche Auswirkungen weiterhin hoch bleiben**. In diesem von deutlicher **Volatilität geprägten Umfeld**, in dem sich weiterhin zollpolitische Sorgen und Hoffnungen abwechseln sollten, **ist unserer Ansicht nach mit keiner nachhaltigen Richtungsentscheidung der CE3-Währungen gegenüber dem Euro zu rechnen**. Vielmehr gehen wir davon aus, dass sich die dortigen Währungen weiter in Bereich ihrer aktuellen Notierungen bewegen werden. Zeitweise größere Ausschläge in die ein oder andere Richtung sollten hierbei einkalkuliert werden.

**Keine nachhaltige
Richtungsentscheidung erwartet**

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

Türkei & Südafrika: Innenpolitik wichtiger als US-Zolltheater

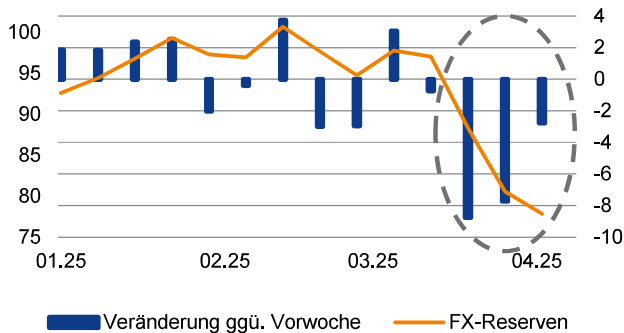
Während die zollpolitischen Eskapaden von US-Präsident Trump gefühlt an keinem Marktsegment spurlos vorübergegangen sind, stellt das Währungspaar USD-TRY hier eine Ausnahme dar. **Auch rund vier Wochen nach Ausbruch der innenpolitischen Turbulenzen in der Türkei bewegt sich der Greenback gegenüber der dortigen Landeswährung nahe der Marke von 38 TRY**. Dies ist ein untrügliches Zeichen dafür, dass die **türkische Zentralbank weiterhin am Markt aktiv** ist, um eine weitere Abwertung der Lira gegenüber der US-Devisen zu verhindern. Deutlich machen dies auch die wöchentlichen türkischen FX-Reservezahlen, welche uns bislang allerdings nur bis zum 4. April vorliegen. So sind die Devisenreserven des Landes in den vergangenen Wochen um knapp 30 Mrd. USD geschmolzen, wobei **mit Blick auf die wöchentliche Veränderung der Interventionsdruck Anfang des Monats nachgelassen zu haben scheint**. Begleitet wurden diese Maßnahmen zur Stabilisierung der Lira zuletzt zudem durch eine spürbare Anhebung der Leitzinsen. Die One-Week Repo Rate (offizieller Leitzins) wurde hierbei überraschend um 350 Bp auf 46% nach oben genommen.

TCMB stabilisiert Lira mit Interventionen und Leitzinsanhebung

Unserer Einschätzung zufolge dürfte die türkische Notenbank die Leitzinsen angesichts der Konjunkturrisiken nicht weiter anheben. Vielmehr rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer abwartenden geldpolitischen Haltung, bevor sie ihre umsichtigen Leitzinssenkungen wieder aufnehmen sollte. Neben der nach wie vor fragilen innenpolitischen Situation des Landes, der globalen Verunsicherung aufgrund der erratischen US-Zollpolitik dürften auch Inflationssorgen die türkischen Währungshüter innehalten lassen. **So besteht doch die Sorge, dass die weitere Abwertung der ohnehin überaus schwachen Lira infolge der innenpolitischen Turbulenzen den Preisdruck zuletzt wieder erhöht haben könnte**. Dass diese Befürchtungen nicht aus der Luft gegriffen sind, zeigen auch die durchschnittlichen Inflationserwartungen für die nächsten zwölf Monate, welche in den vergangenen Wochen um rund einen Prozentpunkt auf wieder 25,56% gestiegen sind. **Erste konkrete Hinweise geben die türkischen Inflationszahlen für April, welche am 5. Mai veröffentlicht werden**.

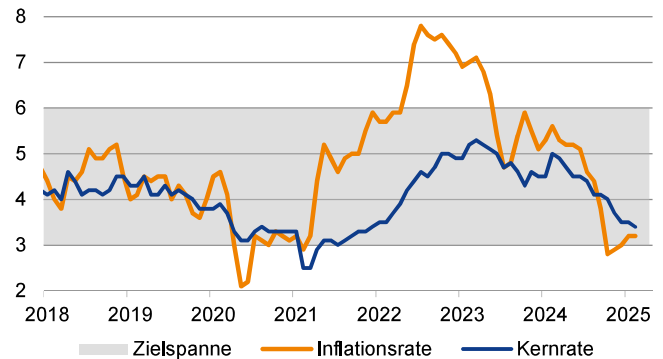
Inflationszahlen für April im Blick

TCMB: Interventionsdruck scheint zuletzt nachgelassen zu haben
Veränderung türkische FX-Reserven, LS: in Mrd. USD; RS: in % gegenüber Vorwoche



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Preisauftrieb in Südafrika bleibt gedämpft
in % J/J; Kernrate: ohne Energie, Nahrungsmittel



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Südafrika wurde von den USA mit einem „reziproken“ Zollsatz von 30% bedacht, das anschließende Aussetzen für drei Monate ist dabei nur ein kleiner Trost. Allerdings gehen **weniger als 8% aller Exporte Südafrikas in die USA**. Zudem sind **zahlreiche Rohstoffe und Metalle**, bei denen Südafrika ein wichtiger Lieferant ist, **von den Zöllen (noch) ausgenommen**. Von den übrigen Exportgütern sind Autos sowie Stahl und Aluminium ohnehin einem Zoll von 25% ausgesetzt. Rund 11% der Exporte Südafrikas gehen allerdings nach China. Eine aufgrund des Handelskrieges mit den USA schwächere Nachfrage aus China kommt damit als Belastungsfaktor hinzu. **Insgesamt dürfte das Land aber noch mit einem blauen Auge davonkommen**. Bereits in den letzten Quartalen konnte die Konsumnachfrage die Wirtschaft über Wasser halten und auch zum Jahresauftakt deutet sich hier eine weitere Expansion an, während Industrie und insbesondere der Bergbau keine Impulse liefern können. Gegenüber dem sehr schwachen Wachstum von 0,6% im vergangenen Jahr könnte es zu einer leichten Beschleunigung kommen. Dies hängt aber zu einem großen Teil auch von dem Schicksal der „Regierung der Nationalen Einheit“ ab. Angesichts der **Streitigkeiten um die Haushaltsgesetzgebung** hängt die Koalition an einem seidenen Faden. Die zweitgrößte Regierungspartei, die eher bürgerliche DA, weigert sich, den Vorgaben des ANC zu folgen. Aufhänger ist dabei die geplante Anhebung des Mehrwertsteuersatzes in zwei Schritten um jeweils 0,5%, die die DA verhindern will. Dies ist allerdings lediglich der öffentlichkeitswirksame Teil des Streits. Im Hintergrund schwelt aber vor allem der im ANC nur begrenzt ausgeprägte Wille zu größeren Reformen.

US-Zölle lassen sich für Südafrika verkraften aber Wachstumsabschwächung in China würde belasten

Zwar werden auch in Südafrika die hohen Preise beklagt, die **Inflationsrate blieb aber auch im Februar mit 3,2% (J/J) deutlich unterhalb der Zielmarke von 4,5%**. Dies lässt eigentlich eine kleine Mehrwertsteuererhöhung verkraftbar erscheinen, ohne dass es zu einem deutlichen Preisschub kommt, der eine Reaktion der Geldpolitik erfordern würde. Entsprechend gehen wir weiterhin davon aus, dass trotz der Zinspause im März **noch zwei Zinssenkungen auf schließlich 7,0%** erfolgen können. Die traditionell sehr hawkischen Kommentare von Notenbankgouverneur Kganyago ließen an den Finanzmärkten Zweifel über das Ausmaß weiterer Zinssenkungen aufkommen und zeitweise wurden fast keine weiteren Zinssenkungen eingepreist. Mittlerweile sieht der Markt auf Jahressicht aber wieder ebenfalls zwei Lockerungsschritte. In ihrem neuen geldpolitischen Bericht zeigt sich die South African Reserve Bank wieder einmal gewohnt vorsichtig und betonte die Risiken der veränderten globalen Zollpolitik. Der **Rand wird von der Notenbankrhetorik tendenziell unterstützt**. Dies gilt grundsätzlich zwar auch für einen steigenden Goldpreis,

Zinssenkungen werden trotz warnender Worte der Notenbank noch etwas fortgesetzt

dessen jüngste Rekordjagd ist aber vor allem eine Folge der massiv gestiegenen Unsicherheiten, die wiederum grundsätzlich negativ für Emerging Market Währungen sind.

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

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

China: Der Drache schlägt zurück

Chinas Wirtschaft steht weltweit am stärksten im Kreuzfeuer der US-Zolloffensive. Die gestern früh vorgestellten BIP-Daten vom ersten Quartal sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die konjunkturellen Perspektiven stark eingetrübt haben. Das überraschend starke Wachstum von 5,4% (J/J) zum Jahresanfang war zollbedingten Vorzieheffekten sowie staatlichen Konsumanreizen zu verdanken, für die kommenden Quartale scheint ein Einbruch aber unvermeidlich. **Wir haben unsere Wachstumsprognose aufgrund des eskalierenden Zollstreits deutlich nach unten revidiert:** von 4,5% auf 4,2% für das laufende und von 3,4% auf 2,7% für das nächste Jahr. Chinas direkte Abhängigkeit von den US-Exporten ist allerdings weit weniger stark als der unerbittliche US-Verhandlungsstil unterstellt. **Chinas Ausfuhren in die USA entsprechen nur noch 2,5% der chinesischen Wirtschaftsleistung.** Die Neuausrichtung der chinesischen Handelsstrukturen („Decoupling“) läuft seit der Pandemie auf Hochtouren, was die Abhängigkeit vom Außenhandel mit den längst USA reduziert hat. Wichtiger als die bilateralen Zölle USA vs. China, sind daher die Perspektiven für den gesamten Welthandel, der aber ebenfalls unter dem erratischen Kurs Trumps leidet.

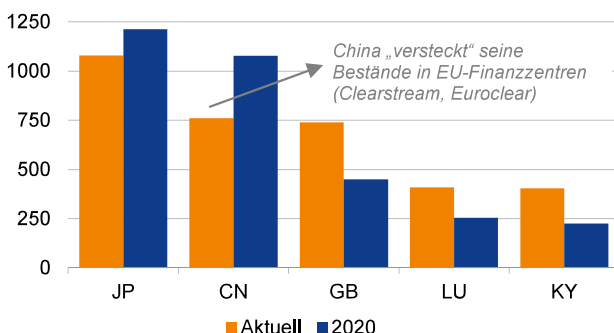
BIP-Wachstum >5%: auf absehbare Zeit wohl das letzte Mal

Während viele Länder aktuell durchatmen und eine (wenn auch wohl nur temporäre) Auszeit von der Trump'schen Zollwut genießen, steht China weiter unter Beschuss – und knickt nicht etwa ein, sondern wehrt sich energisch. Auf Zoll folgt Gegenzoll, der mit Vergeltungszoll beantwortet wird. Beide Streitparteien wissen, dass dies kein stabiles Gleichgewicht, sondern nur Verhandlungsbasis sein kann. Doch wer macht den ersten Schritt? Die asiatische Großmacht versteht sich darin, **gezielte Nadelstiche jenseits von Zöllen** zu setzen: Ausfuhrbeschränkungen für Seltene Erden, Sanktionen gegen US-Firmen, Boykotte von US-Produkten (Boeing), verschärfte Qualitätskontrollen bei US-Agrargütern und zahlreiche andere Maßnahmen, die sich nicht in einfache Schlagzeilen wie „125% Zoll“ pressen lassen.

Chinas Vergeltung jenseits von Zöllen

Chinas „nukleare Option“ im Handelsstreit

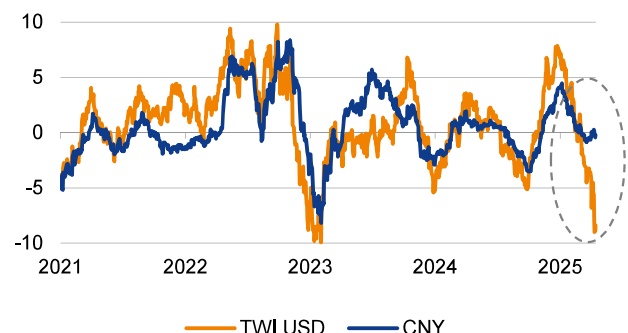
Ausländische Bestände an US-Staatsanleihen, in Mrd. USD



Quelle: U.S. Treasury, DZ BANK

Schwacher Yuan trifft auf schwachen USD und neutralisiert Effekt

USD-CNY und USD-Index: Veränderung in % (Q/Q)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Zu Chinas Verteidigungsschirm gehören auch die enormen Bestände an US-Staatsanleihen ... in den Händen der Notenbank als Währungsreserve, aber auch bei Staatsfonds oder staatlichen Banken. Mit ihrer beeindruckenden Höhe von zuletzt 784 Mrd. USD werden sie nicht umsonst „**nukleare Option**“ im **Handelsstreit** genannt. Eine Waffe, die beiden Seiten fatalen Schaden zufügt und daher nur zur Abschreckung dienen sollte. Bisher bestand ein Gleichgewicht des Schreckens zwischen den beiden Supermächten, das angesichts der handelspolitischen Entwicklungen aber hinterfragt werden kann: **Ein (politisch) motivierter Verkauf würde Schockwellen durch den ohnehin angeschlagenen US-Treasury-Markt** senden. Er hätte aber auch für China schwerwiegende Folgen, weswegen das Land darauf aus eigenem Interesse verzichten wird, so bisher die feste Überzeugung. Chinas verbleibende Reserven würden an Wert verlieren, die zu erwartenden weltweiten Marktturbulenzen auf den chinesischen Finanzmarkt ausstrahlen und der Yuan unter deutlichen Aufwertungsdruck kommen. In normalen Zeiten valide Argumente. **Bei einer weiteren Eskalation** zwischen den USA und China klingen die genannten Probleme aber fast schon wie **das kleinere Übel**. Chinas Verluste beim verbleibenden Anleiheportfolio wären zunächst nur Buchverluste, das Minus bei den Geschäftsbanken könnte mit Kapital aus Peking aufgefangen werden und positive Impulse zugunsten des Yuan wären in diesem Umfeld vielleicht sogar erwünscht. Wir sprechen ausdrücklich nicht von unserem Hauptszenario, sondern von einer noch schärferen Eskalation, in der auch der Yuan unter massivem Abgabedruck stünde. In diesem Umfeld könnte ein „**subtiler Hinweis**“ über die „**theoretische Möglichkeit**“ von **UST-Umschichtungen** als Einsatz auf den handelspolitischen Pokertisch kommen ... nicht, weil China tatsächlich verkaufen will, aber als valide Drohkulisse.

Chinas nukleare Option: wirksame Drohkulisse im Handelskrieg

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

Brasilien & Mexiko: Navigieren im Zollsturm

Brasilien ist bei den „reziproken“ Zöllen der USA aufgrund des bilateralen Handelsdefizits nur mit einem Satz von 10% bedroht. Da Brasilien eher höhere Zollsätze als viele andere Länder aufweist, war aufgrund der angekündigten Reziprozität der US-Zölle eher mit einem schlechteren Ergebnis für Brasilien gerechnet worden. Hinzu kommt allerdings ein Steuersatz von 25% für Aluminium und Stahl sowie der Zoll auf Autoexporte. Insgesamt ist die **Wirtschaft des Landes deutlich weniger exportlastig als viele andere Länder**. Die **Bedeutung der USA als Absatzmarkt hält sich zudem in Grenzen**. Gleichwohl hat das Hin und Her bei den Zöllen auch den brasilianischen Finanzmarkt getroffen. Wichtiger als die direkten Zölle auf die US-Exporte ist für Brasilien der sich verschärfende Handelskonflikt zwischen den USA und China, dem wichtigsten Absatzmarkt brasilianischer Produkte. Die sich aufschaukelnden Zölle werden sowohl in den USA als auch in China negative Wachstumsfolgen haben. Damit dürften dann auch die brasilianischen Exporte negativ betroffen sein.

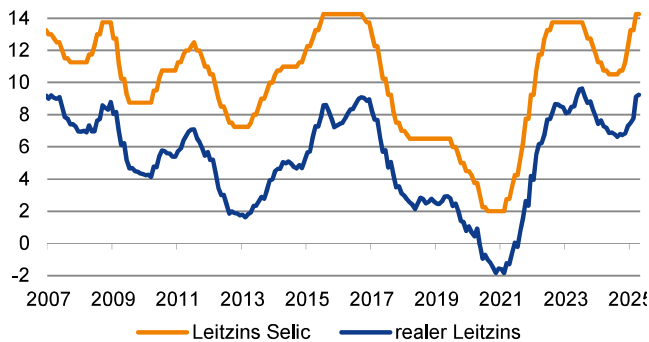
Zollchaos trifft auch Brasilien, aber weniger hart als andere

Die jüngsten **Konjunkturdaten aus Brasilien konnten eher positiv überraschen**. Der monatliche Indikator für die Wirtschaftsleistung schaffte im Februar ein Plus von 0,44% (M/M), nachdem bereits im Januar ein kräftiges Plus von 0,92% (M/M) gelungen war. Wenn nicht der leidige Zollärger wäre, würden solche Zahlen eine Welle der Aufwärtsrevisionen bei den BIP-Prognosen zur Folge haben. **Negativ fallen derzeit aber die Preiszahlen** aus. Im März stieg die Inflationsrate auf 5,5% (J/J) und auch die Indikatoren für den Preisauftrieb lagen im Durchschnitt über 5% (J/J). Für

Positive Konjunkturdaten und trübe Preiszahlen erfordern weitere geldpolitische Straffung

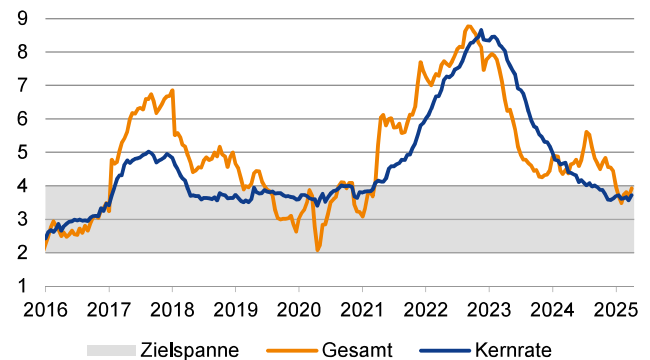
die Geldpolitik bedeutet dies, dass der Straffungskurs vorerst noch fortgesetzt werden kann/muss. **Nach drei Zinserhöhungen um jeweils 100 Bp dürfte die Banco Central do Brasil künftig jedoch auf eine kleinere Schrittweite übergehen**, da mit 14,25% bereits ein sehr hohes Niveau erreicht wurde. Der Real kann damit auf eine deutliche Unterstützung von der Zinsseite bauen. Allerdings dürfte der Präsident der USA bei Emerging Market Währungen immer wieder für deutliche Bewegung sorgen.

Leitzins in Brasilien auf dem Weg zu langjährigen Höchstständen
in %; realer Leitzins mit Preiserwartungen 12M



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Preisaufrieb in Mexiko hält sich hartnäckig
halbmonatliche Daten J/J in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wenn die USA niest, hat Mexiko die Grippe. Diese alte Weisheit könnte sich in diesem Jahr wieder einmal bewahrheiten. Mexiko blieb zwar von der neuen Runde der „reziproken“ Zölle verschont, allerdings werden die Exporte des Landes in die USA, die nicht unter die Bedingungen des Freihandelsabkommens fallen weiterhin mit 25% belastet. Hinzu kommt ein Zollsatz von 25% auf Stahl und Aluminiumexporte sowie die Zölle auf Autos. Damit sind die Zollandrohungen aber noch nicht beendet, zuletzt wurde mit der Ankündigung eines Zollsatzes von 20,9% auf Tomatenexporte ein weiterer Nadelstich gesetzt. Auch wenn der **Überblick über die zahlreichen Zollveränderungen verloren geht**, bietet das Freihandelsabkommen Mexikos mit den USA (und Kanada) zumindest einen gewissen Schutz im Vergleich zu den Zollbelastungen, denen andere Länder ausgesetzt sind. Zudem dürfte in der **US-Regierung irgendwann die Erkenntnis reifen, dass es nicht gelingen kann, die eigenen Importe vollständig durch heimische Produktion zu ersetzen**. Übrig bleibt für die US-Regierung vor allem das Feindbild Nummer eins: China. In diesem Spannungsfeld sollte es **Mexiko perspektivisch wieder gelingen, als Standort für arbeitsintensive Produktion an Attraktivität zu gewinnen**, was allerdings nur ein längerfristiger Hoffnungsschimmer ist. Zunächst **führen die erheblichen Unsicherheiten aber zur Zurückhaltung bei den Investitionen**. Auch die übrige Binnenachfrage bietet kaum einen Ausgleich. Die Fiskalpolitik ist nach einem Ausgaben-schub unter dem letzten Präsidenten eher um Konsolidierung bemüht und der private Konsum verlor an Dynamik.

Zölle ein verwirrendes, aber wichtiges Thema für Mexiko

Die trüben Wachstumsaussichten lassen die Banco de México auch über die hartnäckig etwas zu hohen Inflationszahlen hinwegsehen. Die Gesamtrate verharrte im März bei 3,8% (J/J) und die Kernrate bröckelte nur geringfügig auf 3,7% (J/J) ab. Zwar liegt dies in der Toleranzspanne von 2% bis 4%, das Ziel von 3% wird aber wohl noch länger nicht erreicht. Die **Geldpolitik befindet mit Schritten von zuletzt 50 Bp auf einem klaren Zinssenkungskurs**. An dieser Vorgabe wird vermutlich auch die nächsten Sitzungen festgehalten werden, da das Leitzinsniveau mit 9,0%

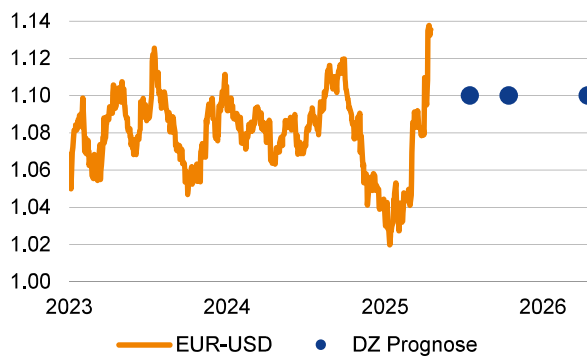
Geldpolitik wird einen moderat schwächeren Peso akzeptieren

noch restriktiv wirkt. Ein vorläufiger **Endpunkt der Zinssenkungen könnte bei 7,5% erreicht** sein. Für den Peso gehen von dieser aktiven Geldpolitik gewisse Risiken aus. Zudem ist in der Politik der Wechselkurs ein anerkannter Puffer, mit dem Belastungen von anderer Seite aufgefangen werden können. Solange Wechselkursverluste moderat bleiben, wird sich die Geldpolitik daher kaum dagegen auflehnen.

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

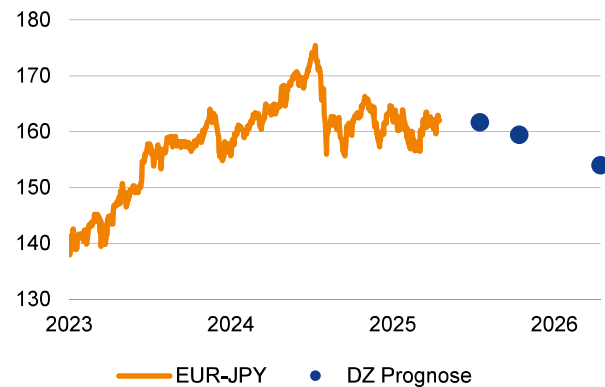
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



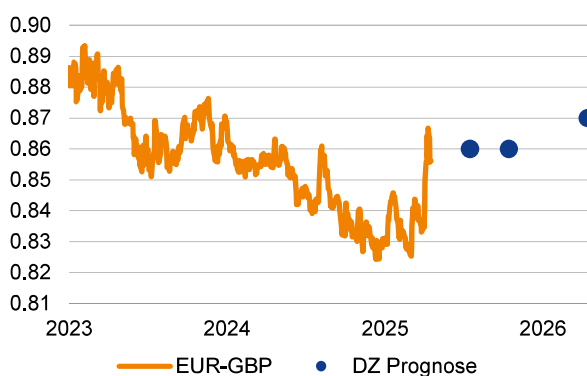
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



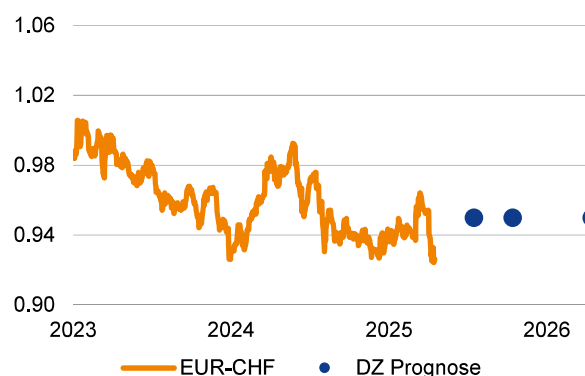
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



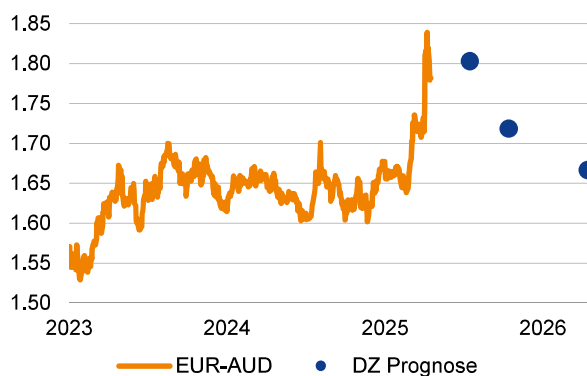
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



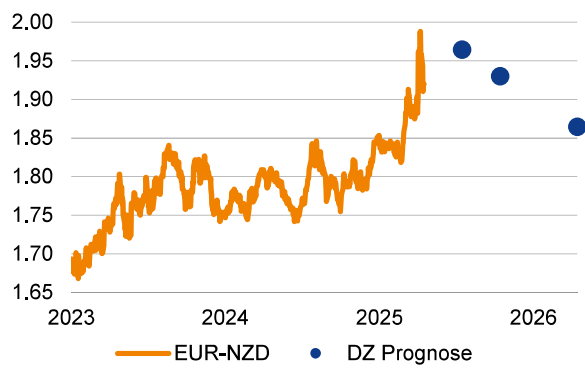
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



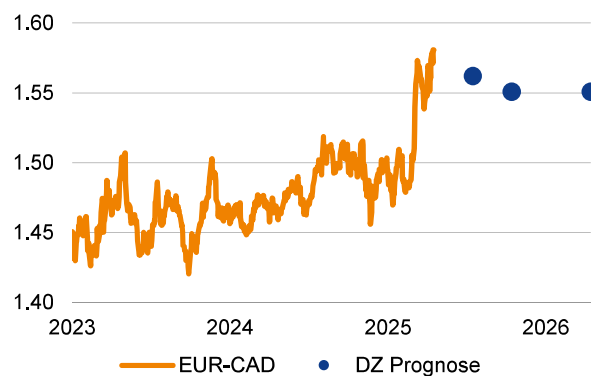
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



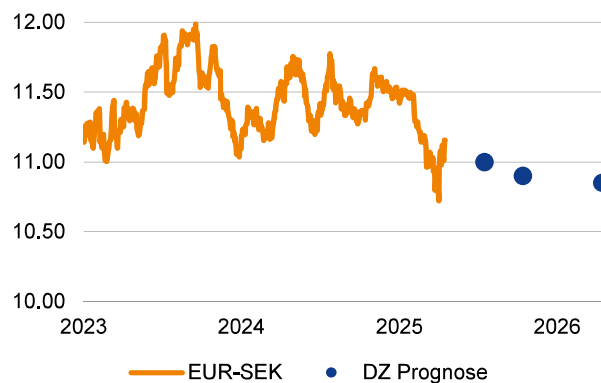
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



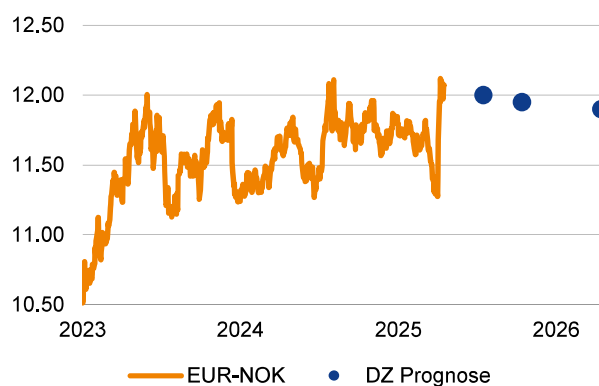
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



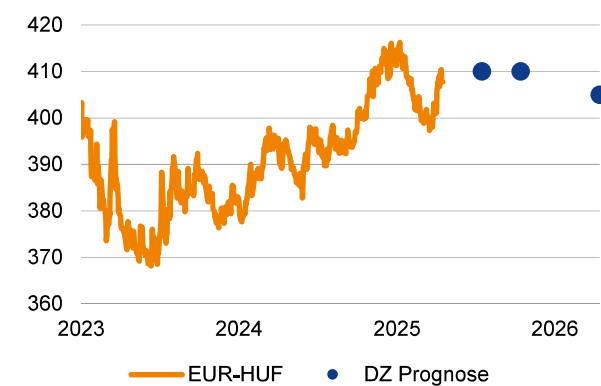
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



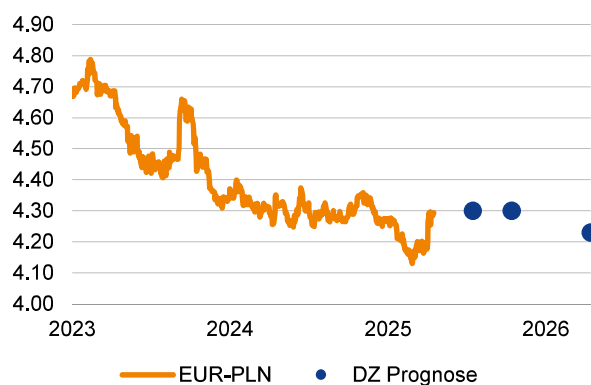
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



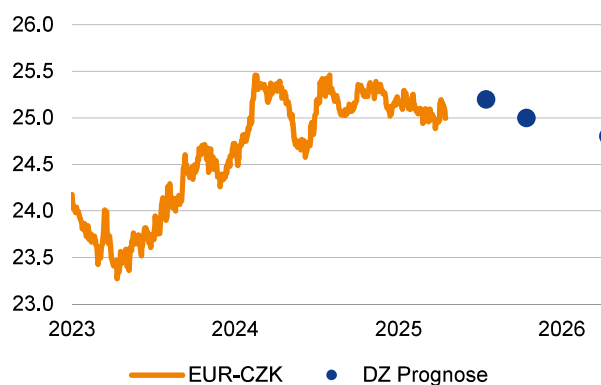
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



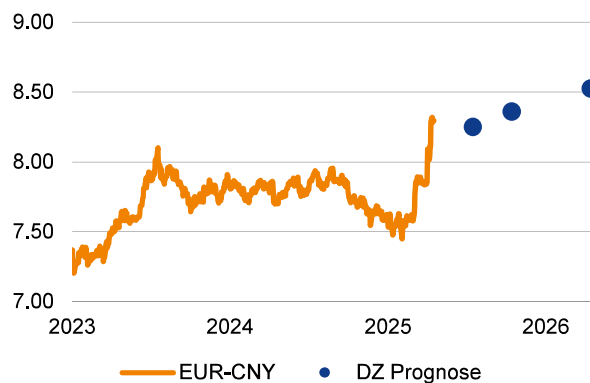
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



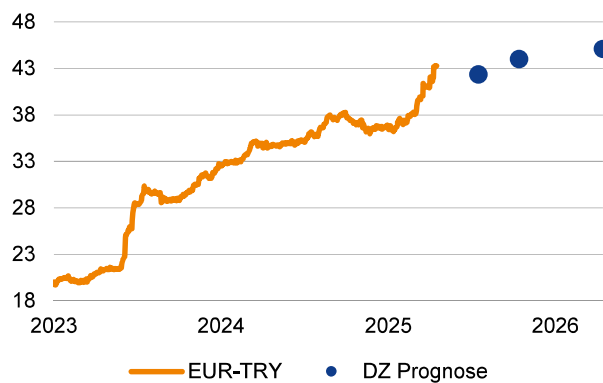
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



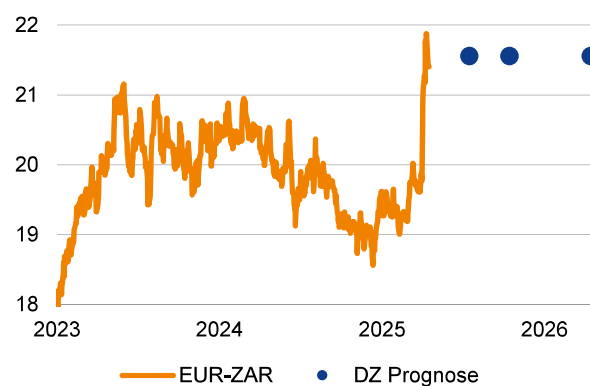
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



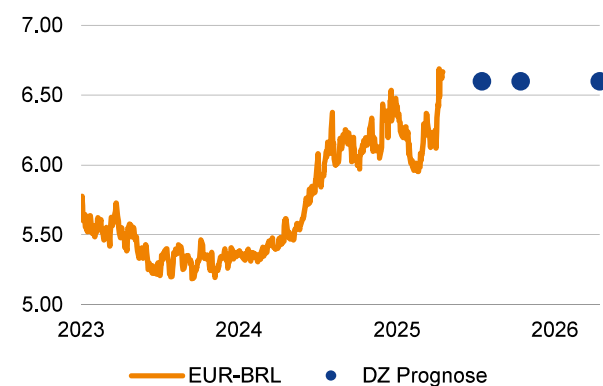
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



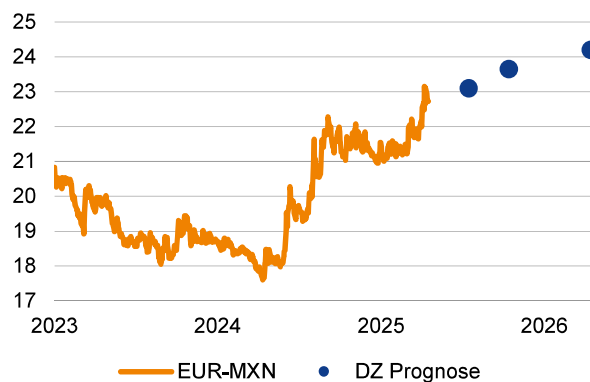
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

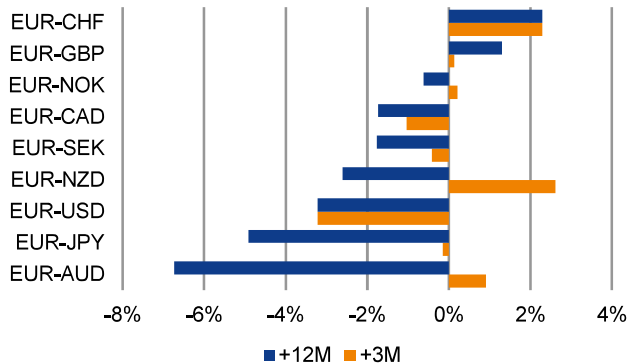
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

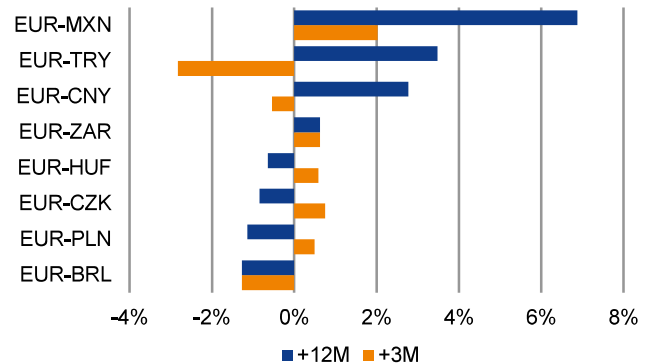
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1366	1.10	1.10	1.10
EUR/GBP	0.8589	0.86	0.86	0.87
EUR/JPY	161.95	162	160	154
EUR/CHF	0.9288	0.95	0.95	0.95
EUR/AUD	1.7870	1.80	1.72	1.67
EUR/NZD	1.9143	1.96	1.93	1.86
EUR/CAD	1.5784	1.56	1.55	1.55
EUR/NOK	11.97	12.00	11.95	11.90
EUR/SEK	11.05	11.0	10.9	10.9
EUR/PLN	4.2787	4.30	4.30	4.23
EUR/CZK	25.01	25.2	25.0	24.8
EUR/HUF	407.6	410	410	405
EUR/TRY	43.58	42.4	44.0	45.1
EUR/ZAR	21.43	21.6	21.6	21.6
EUR/CNY	8.2948	8.25	8.36	8.53
EUR/BRL	6.6851	6.60	6.60	6.60
EUR/MXN	22.64	23.1	23.7	24.2

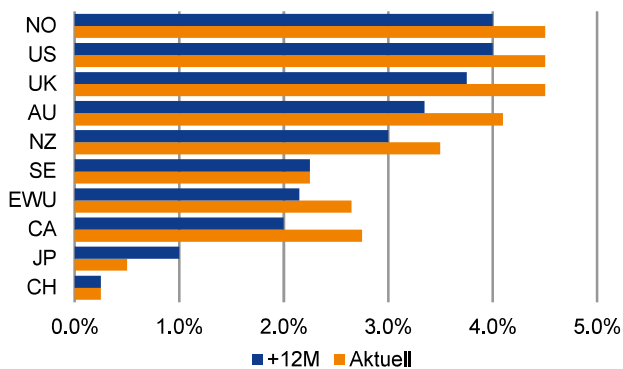
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1366	1.10	1.10	1.10
GBP/USD	1.3234	1.28	1.28	1.26
USD/JPY	142.49	147	145	140
USD/CHF	0.8171	0.86	0.86	0.86
AUD/USD	0.6360	0.61	0.64	0.66
NZD/USD	0.5937	0.56	0.57	0.59
USD/CAD	1.3887	1.42	1.41	1.41
USD/NOK	10.54	10.91	10.86	10.82
USD/SEK	9.72	10.0	9.9	9.9
USD/PLN	3.7645	3.91	3.91	3.85
USD/CZK	22.01	22.9	22.7	22.5
USD/HUF	358.6	373	373	368
USD/TRY	38.34	38.5	40.0	41.0
USD/ZAR	18.85	19.6	19.6	19.6
USD/CNY	7.2979	7.50	7.60	7.75
USD/BRL	5.8817	6.00	6.00	6.00
USD/MXN	19.92	21.0	21.5	22.0

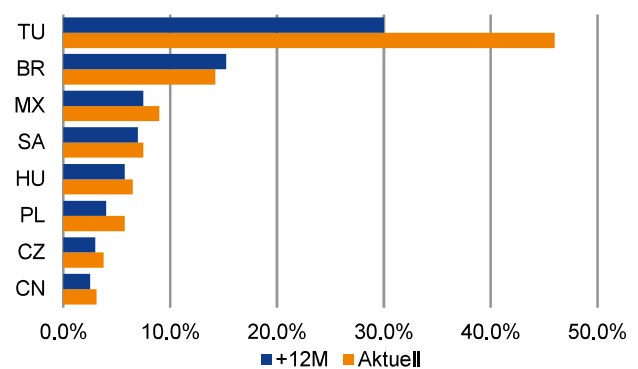
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.7	0.4	1.0	1.0	0.4	-0.1	-0.1
Inflation (in % gg. Vj.)	2.5	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.2	-3.0	-3.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.3	2.1	2.0				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.8	0.8	2.1	1.9	0.8	0.3	0.1
Inflation (in % gg. Vj.)	3.0	3.9	3.0	2.8	3.8	4.5	4.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.2	-8.3	-8.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.9	-4.0	-3.5				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.1	0.8	0.6	1.8	1.1	0.8	0.4
Inflation (in % gg. Vj.)	2.7	2.8	1.8	3.7	3.1	2.6	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.3	-3.4	-3.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4.7	4.7	4.7				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.1	0.9	1.2	0.9	0.8	1.2	1.4
Inflation (in % gg. Vj.)	2.5	2.9	2.4	2.8	2.9	3.2	2.9
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	1.2	1.3	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.)	1.0	1.9	2.2	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)	0.2	0.0	0.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.9	-2.7	-3.2				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0.1	1.4	2.7	-0.4	1.1	2.6	2.3
Inflation (in % gg. Vj.)	2.9	2.3	2.1	2.2	2.2	2.4	2.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.8	-3.2	-2.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6.2	-5.9	-6.4				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.5	0.7	1.6	1.7	0.6	0.3	0.1
Inflation (in % gg. Vj.)	2.4	2.4	2.2	2.5	3.1	2.0	1.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.5	-1.7	-2.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-0.6	-0.7				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.0	2.0	2.0	1.9	2.2	2.1	1.8
Inflation (in % gg. Vj.)	2.9	1.4	2.4	0.9	0.9	1.8	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.6	-1.8	-1.7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7.4	5.1	4.5				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.1	0.2	0.9	0.2	-1.1	0.4	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	2.1	1.9	2.4	1.9	2.1	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	12.6	6.9	3.2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17.6	15.1	11.4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.8	2.4	2.4	3.4	2.2	2.4	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	3.8	4.6	3.6	5.4	5.3	3.8	4.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.7	-5.8	-5.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.2	-1.2	-1.1				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.5	1.1	2.5	0.8	0.8	1.4	1.4
Inflation (in % gg. Vj.)	3.7	4.3	3.9	5.3	4.5	3.6	3.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.0	-4.4	-4.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.3	0.9	0.1				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.0	2.2	2.4	1.9	2.3	2.3	2.2
Inflation (in % gg. Vj.)	2.4	2.5	1.8	2.7	2.6	2.4	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.4	-3.0	-2.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.8	1.3	0.8				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.3	2.8	2.2	2.4	2.9	3.5	2.4
Inflation (in % gg. Vj.)	60.0	35.1	20.7	39.7	36.4	33.9	30.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-3.3	-2.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.9	-1.6	-1.3				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.6	0.9	1.1	0.9	0.8	1.2	0.8
Inflation (in % gg. Vj.)	4.5	3.7	4.5	3.0	3.3	4.1	4.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.4	-4.8	-5.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.6	-0.1	-0.5				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	4.2	2.7	5.2	4.8	4.4	3.3
Inflation (in % gg. Vj.)	0.2	0.6	1.5	0.0	0.4	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	1.2	1.4	2.7	1.2	0.6	0.5
Inflation (in % gg. Vj.)	4.4	5.4	4.7	5.0	5.6	5.7	5.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	8.5	-9.5	-10.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.8	-2.9	-2.6				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.2	-0.2	1.0	0.4	-0.1	-1.0	-0.2
Inflation (in % gg. Vj.)	4.7	3.7	3.6	3.7	3.9	3.6	3.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.9	-3.5	-3.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.2	-0.6	-0.8				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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