



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Unser Jahresausblick 2024 stand unter dem Motto: „Das Übergangsjahr - Back to normal“. Nach Jahren der Krisen schien es endlich an der Zeit zu sein, wieder etwas Normalität zu genießen.

„In unserem Hauptszenario gehen wir davon aus, dass das Jahr 2024 von einer langsamen Rückkehr zur Normalität geprägt sein wird. Die Krisen der letzten Jahre haben die Welt in einen wirtschaftlichen Ausnahmezustand versetzt. 2023 haben wir nun die ersten, vorsichtigen Schritte in Richtung einer Normalisierung gesehen. Die meisten Zentralbanken in unserer Coverage haben den Zinsgipfel erreicht, manche haben sogar bereits begonnen, die Leitzinsen wieder zu senken. Dieser Trend dürfte sich im kommenden Jahr fortsetzen. Auch wirtschaftlich sollten wir wieder in Gefilde zurückkehren, die uns aus unseren Lehrbüchern bekannt vorkommen: moderates Wachstum bei ebenfalls moderater Inflation. Dies sollte auch eine Normalisierung der Renditestrukturkurven mit sich bringen – wenngleich dieser Prozess in Deutschland wahrscheinlich erst gegen Ende des Jahres vollzogen sein wird. Und auch am Devisenmarkt dürfte sich die Lage wieder normalisieren: der Krisenmodus ist vorbei, heimische Einflussfaktoren sollten an Gewicht gewinnen.“

Vieles davon hat sich tatsächlich bewahrheitet, allerdings ist nicht zu bestreiten, dass auch eine Reihe von Risikofaktoren, die wir im vergangenen Jahr ausgemacht hatten, (leider) Realität geworden sind. Der Krieg in der Ukraine dauert an, die Situation im Mittleren Osten ist weiter eskaliert, die deutsche Ampel-Regierung ist auseinandergebrochen (darüber ob dies ein Risiko oder eine Chance darstellt, kann man sich natürlich streiten) und Donald Trump wird Anfang 2025 tatsächlich erneut in das Weiße Haus einziehen. Vor allem Letzteres hat einen signifikanten Einfluss auf unser Prognosebild für das kommende Jahr. Nicht nur für die USA, sondern auch für die Weltwirtschaft.

Unser Währungsuniversum dürfte im kommenden Jahr von einem starken Dollar dominiert werden, insbesondere in der ersten Hälfte des Jahres. Der Euro dürfte dem Dollar wenig entgegensetzen haben, leidet er doch unter konjunktureller Schwäche, aggressiveren EZB-Zinssenkungen und politischen Querelen. Einigen (wenigen) Währungen dürfte es gelingen, den Dollar zu schlagen (vornehmlich JPY, AUD und NZD), viele dürften jedoch selbst hinter einem schwachen Euro hinterherhinken (u.a. CHF, CE3, MXN). Der Rest unserer Währungen dürfte sich im neutralen Mittelfeld aufhalten.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
28.11.2024 11:35 Uhr

INHALT

Die Rahmenbedingungen: Themen für 2025	2
Währungsausblick 2025	4
Der Rest des Währungsuniversums	6
Fazit	9
EUR-USD: Warten auf Fed und EZB	10
Japan: Wie Phoenix aus der Asche?	10
Großbritannien: Bank of England in schwierigem Fahrwasser	12
Schweiz: Zwischen Safe-Haven-Flows und SNB-Kampf gegen Deflation	13
Australien & Neuseeland: Konjunkturerhörung dürfte AUD & NZD beflügeln	15
Kanada: Künftige Herausforderungen im In- und Ausland	17
Skandinavien: Riksbank lockert zügig – Norges Bank wohl erst in Q1-2025	19
Osteuropa: Globale Vorgaben und nationale Leitzinsentscheidungen im Blick	21
Türkei & Südafrika: Zinssenkungen voraus	22
China: Ein Jahr voller Herausforderungen – und ein hochpolitischer Yuan	24
Brasilien & Mexiko: Zittern in Mexiko	26

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN

AUSBLICK 2025: ZWISCHEN HOFFEN UND BANGEN

Unser Jahresausblick 2024 stand unter dem Motto: „Das Übergangsjahr - Back to normal“. Nach Jahren der Krisen schien es endlich an der Zeit zu sein, wieder etwas Normalität zu genießen.

„In unserem Hauptszenario gehen wir davon aus, dass das Jahr 2024 von einer langsamen Rückkehr zur Normalität geprägt sein wird. Die Krisen der letzten Jahre haben die Welt in einen wirtschaftlichen Ausnahmezustand versetzt. 2023 haben wir nun die ersten, vorsichtigen Schritte in Richtung einer Normalisierung gesehen. Die meisten Zentralbanken in unserer Coverage haben den Zinsgipfel erreicht, manche haben sogar bereits begonnen, die Leitzinsen wieder zu senken. Dieser Trend dürfte sich im kommenden Jahr fortsetzen. Auch wirtschaftlich sollten wir wieder in Gefilde zurückkehren, die uns aus unseren Lehrbüchern bekannt vorkommen: moderates Wachstum bei ebenfalls moderater Inflation. Dies sollte auch eine Normalisierung der Renditestrukturkurven mit sich bringen – wenngleich dieser Prozess in Deutschland wahrscheinlich erst gegen Ende des Jahres vollzogen sein wird. Und auch am Devisenmarkt dürfte sich die Lage wieder normalisieren: der Krisenmodus ist vorbei, heimische Einflussfaktoren sollten an Gewicht gewinnen.“

Für 2024 stand eine Normalisierung der Geldpolitik im Vordergrund

Vieles davon hat sich tatsächlich bewahrheitet, allerdings ist nicht zu bestreiten, dass auch eine Reihe von Risikofaktoren, die wir im vergangenen Jahr ausgemacht hatten, (leider) Realität geworden sind. Der Krieg in der Ukraine dauert an, die Situation im Mittleren Osten ist weiter eskaliert, die deutsche Ampel-Regierung ist auseinandergebrochen (darüber ob dies ein Risiko oder eine Chance darstellt, kann man sich natürlich streiten) und Donald Trump wird Anfang 2025 tatsächlich erneut in das Weiße Haus einziehen. Vor allem Letzteres hat einen signifikanten Einfluss auf unser Prognosebild für das kommende Jahr. Nicht nur für die USA, sondern auch für die Weltwirtschaft.

Allerdings sind auch eine Reihe von Risiken Realität geworden

Die Rahmenbedingungen: Themen für 2025

USA: Mehr Wachstum, mehr Inflation – mehr Risiken

Für die US-Wirtschaft bedeutet der Wahlsieg Trumps zunächst **mehr Wachstum (Stichwort Steuergeschenke) und mehr Inflation (Stichwort Zölle)**. Wir gehen davon aus, dass erste Steuererleichterungen für seine Wähler ganz oben auf Trumps Agenda stehen werden. Wann und in welcher Höhe die Zölle für einzelne Länder kommen, ist derzeit noch unklar. Dass sie kommen werden, steht jedoch außer Frage (mit Mexiko, Kanada und China hat er ja bereits einen Anfang angekündigt), und damit ist auch ein erneuter Anstieg der US-Inflation unausweichlich.

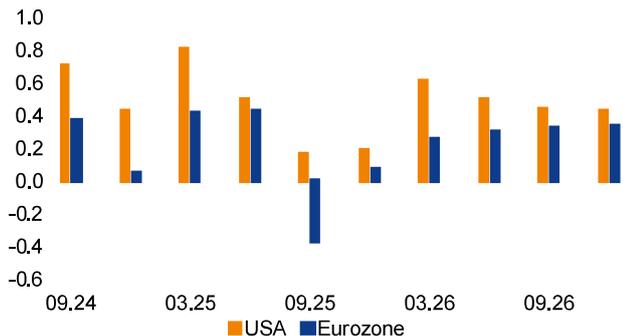
Für die USA bedeutet Trump zunächst mehr Wachstum, aber auch mehr Inflation

Mit Trump werden in den USA auch zwei andere Unsicherheitsfaktoren zunehmend in den Fokus rücken: **das US-Budgetdefizit und die geldpolitische Unabhängigkeit der Fed**. Beide haben das Potenzial, für enorme Verunsicherung am Markt zu sorgen, insbesondere sollten sie in Kombination auftreten. Was ersteres betrifft, so ist das Budgetdefizit mit über 7%/BIP bereits jetzt besorgniserregend hoch, unter Trump dürfte es in die Region von über 8%/BIP steigen. Wir haben bereits im vergangenen Oktober einen ersten Vorgeschmack bekommen, was passieren kann, wenn der Markt die Bonität der USA anzweifelt. Ein schneller Anstieg der Renditen wäre in diesem Fall sicherlich nicht zu vermeiden. Gleichzeitig macht Trump keinen Hehl daraus, dass er Jerome Powell schnellstmöglich ersetzen will (dies wird 2026 mit dem Auslaufen der Amtszeit des Fed-Präsidenten möglich werden). Sollte es ihm dann auch noch gelingen, einen

Die beiden großen Risikofaktoren sind das Budgetdefizit und Trump's Ambitionen, die Fed aus dem Weißen Haus zu steuern

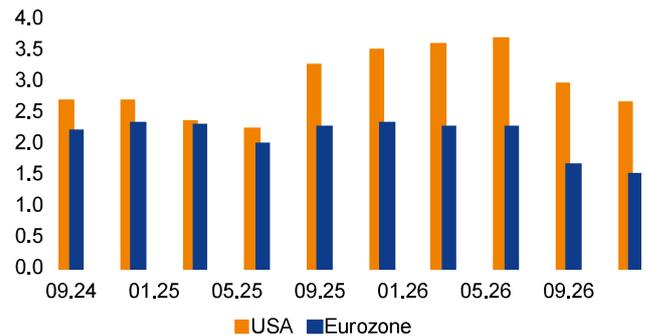
seiner Vertrauten auf den Posten zu heben, und der Eindruck entstehen, dass die Fed-Politik nun aus dem Weißen Haus gesteuert wird, hätte dies fraglos massive Auswirkungen – sowohl auf das Renditeniveau als auch auf die Währung. Bislang sind dies jedoch reine Gedankenspiele, die damit verbundenen Risiken werden jedoch über dem Markt schweben.

WACHSTUM UNTER TRUMP: USA LIEGT VORNE
BIP-WACHSTUM (INKL. PROGNOSE), IN % (Q/Q)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

INFLATIONSENTWICKLUNG: USA VS. EUROZONE
INFLATIONSRATE INKL. PROGNOSE (IN PROZENT)



Quelle: DZ BANK

Wachstumseinbußen im Rest der Welt

Während Trumps „America First“-Politik den USA zunächst mehr Wachstum verschafft (wenngleich auf Kosten höherer Defizite und höherer Inflation), sind die Aussichten für den Rest der Welt weniger rosig. Besonders betroffen sein werden die Eurozone und China, da sie im Fokus von Trumps Handelspolitik stehen. Gegenzölle sind wahrscheinlich, jedoch bezweifeln wir insbesondere mit Blick auf die Eurozone, dass diese für einen signifikanten Inflationsschub sorgen werden (das schwache Wachstum spricht dagegen). Aber auch in vielen anderen Ländern unserer Coverage werden die Auswirkungen der Wahl zu spüren sein, wenn nicht auf direktem Weg, dann über den Umweg einer konjunkturellen Eintrübung in der Eurozone und/oder China. **2025 geht somit eine Kluft zwischen den USA und vielen anderen Ländern der Welt auf, sowohl mit Blick auf das Wachstum als auch die Inflation.** Je härter die Trump'sche Handelspolitik ausfällt, desto größer die Kluft.

Geldpolitische Divergenzen nehmen zu

Damit einhergehend wird sich auch auf Seiten der Geldpolitik eine größere Divergenz entwickeln. Stärkeres Wachstum, eine radikale Immigrationspolitik und höhere Zölle werden in den USA zu höherer Inflation führen. Die Fed wird in diesem Umfeld nicht in der Lage sein, ihren Leitzinssenkungszyklus über das Frühjahr 2025 hinaus fortzusetzen. Anderenorts bilden (noch) schwächeres Wachstum und weiterhin moderate Inflationsraten (die Inflation in den USA ist „hausgemacht“, schwappt also nicht zwangsläufig über) die perfekte Plattform für weitere Zinssenkungen. Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass die meisten **Zentralbanken frühestens Ende 2025 am Ende ihrer Senkungszyklen angekommen sein werden** – also gut 6 Monate (oder mehr) nach der Fed.

(Geo-) Politische Unsicherheiten

Geopolitische Unsicherheiten werden uns in das Jahr 2025 hinein begleiten. Nach der Wahl Trumps steht aktuell besonders der andauernde Krieg in der Ukraine im Fokus, oder besser gesagt die Frage, wann und wie der neue US-Präsident plant,

Im Rest der Welt geht die zweite Amtszeit Trump's mit Wachstumseinbußen einher

Dies wird im kommenden Jahr zu einer wachsenden geldpolitischen Divergenz führen

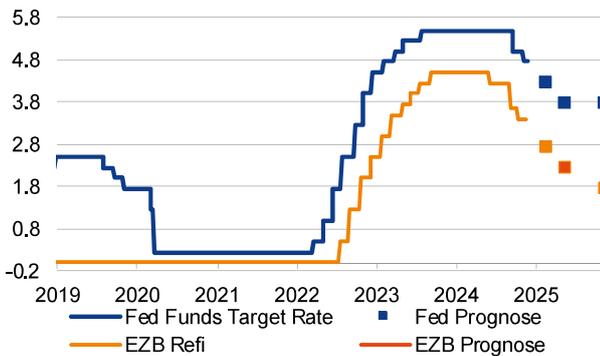
Geopolitische Unsicherheiten erschweren die Lage...

sein Wahlkampfversprechen, den Krieg „innerhalb von 24h“ zu beenden, umzusetzen. Aber auch die Lage im Mittleren Osten bleibt äußerst angespannt, ganz zu schweigen von dem Konfliktpotenzial über die Taiwan-Frage.

Auf politischer Ebene beherrschen derzeit vor allem die anstehenden Neuwahlen in Deutschland die Schlagzeilen. Derzeit spricht alles für eine Neuauflage einer Großen Koalition, es besteht jedoch das sehr reelle Risiko, dass die radikaleren Parteien am rechten und linken Flügel signifikante Gewinne verbuchen können und somit (im schlimmsten Fall) gemeinsam eine Sperrminorität erlangen. Mit Blick auf die aktuelle Lage und die Herausforderungen, die uns bevorstehen (Trump, Energie, Wachstum etc.), wäre es jedoch gerade jetzt wichtig, eine starke und vor allem verlässliche Regierung zu haben. Bislang haben die Parteien noch keine Programme für die bevorstehende Wahl veröffentlicht, es bleibt also abzuwarten, wie sie sich bzgl. der kritischen Themen (u.a. Schuldenbremse) positionieren.

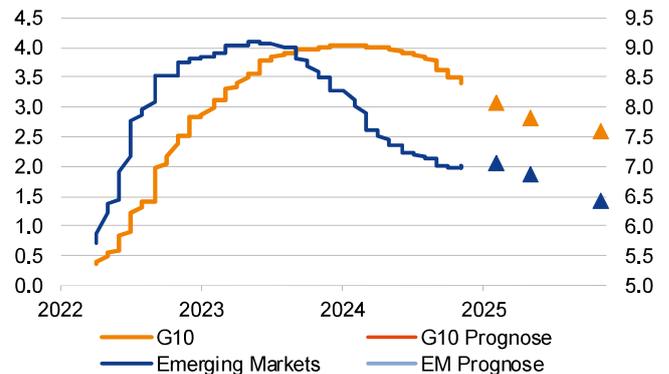
...ebenso wie die aktuellen politischen Nebelschwaden, die derzeit besonders in Deutschland für Schlagzeilen sorgen

EZB BESCHLEUNIGT – AUCH OHNE FED
LEITZINS IN PROZENT



Quelle: DZ BANK

LEITZINS FALLEN AUCH 2025 AUF GLOBALER EBENE
LS: G10-LÄNDER; RS: EM-LÄNDER (BEIDES DURCHSCHNITT, IN PROZENT)



Quelle: DZ BANK

Währungsausblick 2025

Angesichts der Vielzahl an Unsicherheiten und Risikofaktoren, die mit Blick auf das kommende Jahr im Raum stehen, ist damit zu rechnen, dass der Devisenmarkt zunächst volatil in das neue Jahr startet. Dies wird vor allem die Währungen betreffen, die eng mit den Entwicklungen in den USA verknüpft sind, sei es über die wirtschaftliche Schiene (z.B. EUR und CNY) oder über die Zinsentwicklung (EM-Währungen). Der Unsicherheitsfaktor Trump spielt hierbei natürlich eine große Rolle, bereits während seiner ersten Amtszeit hat sein volatiler Regierungsstil für zum Teil erratische Marktbewegungen gesorgt.

Für den Devisenmarkt hat sich mit der Wahl Trumps einiges geändert

EUR-USD: Im Bann von Trump

Dies wirkt sich in besonderem Maße auf das Währungspaar EUR-USD aus, welches bereits in den Wochen seit der Wahl deutlich an Boden verloren hat. Unsere Trump-Paritäts-Prognose, die wir bereits im April veröffentlicht hatten, wirkt aus heutiger Sicht geradezu konservativ. Laufen wir Gefahr, EUR-USD-Notierungen deutlich unterhalb dieser Marke zu sehen?

EUR-USD ist bereits deutlich gefallen...

Zunächst ist festzuhalten, dass tatsächlich vieles für eine weitere Abwertung von EUR-USD spricht. Das Wachstum in den USA zieht an, die Inflation wird perspektivisch steigen und die Fed muss ihren Zinssenkungszyklus früher beenden als ursprünglich erwartet. Auf der anderen Seite dieser Gleichung bedeutet Trump

...und vieles spricht für eine weitere Abwertung in Richtung der Parität

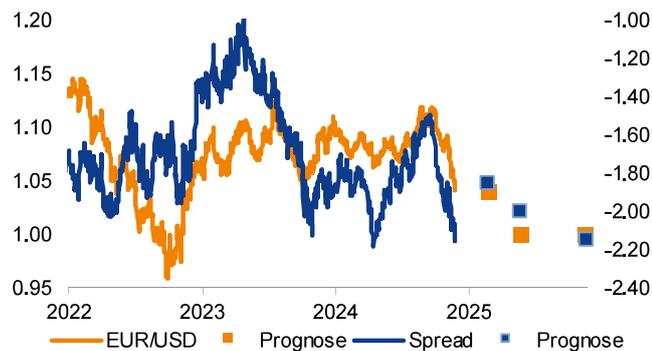
weniger Wachstum in der Eurozone, was bei weiterhin moderater Inflation Spielraum für aggressivere Zinssenkungen seitens der EZB eröffnet. Die politischen Unwägbarkeiten diesseits des Atlantiks dienen ebenfalls nicht dazu, dem Euro unter die Arme zu greifen. Der Weg für die kommenden Wochen und Monate scheint daher vorprogrammiert. Unsere Paritätsprognose steht. Die Frage ist lediglich, wann wir dieses Ziel erreichen und ob wir mit einer potenziell längeren Phase des Unterschießens rechnen müssen.

Ersteres wird maßgeblich davon abhängen, wie schnell und in welchem Ausmaß Trump seine Wahlversprechen umsetzt, insbesondere mit Blick auf die angedrohten Zölle. Eine schnelle und aggressive Anhebung selbiger würde das USD-Kursfeuerwerk fraglos beschleunigen, eine Erkenntnis, dass Trump zunächst längere Verhandlungen aufnehmen will, dürfte für ein Innehalten sorgen. Ausschließen würden wir zum aktuellen Zeitpunkt lediglich eine dynamische Korrektur nach oben: Es gibt derzeit keinen Grund, eine derartige Entwicklung zu erwarten.

Wann wir diese Marke erreichen, wird vor allem davon abhängen, wie Trump in seine zweite Amtszeit startet

SPREADENTWICKLUNG VON KRITISCHER BEDEUTUNG

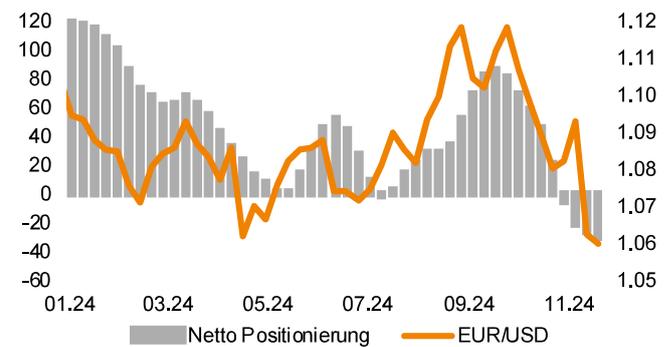
LS: EUR-USD; RS: 10J-SPREAD (IN %)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

SPEKULATIVER MARKT DREHT, NOCH IST JEDOCH REICHLICH LUFT

LS: NETTO POSITIONIERUNG (IN '000 KONTRAKTEN); RS: EUR-USD



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Ein Unterschießen der Parität wollen wir hingegen sicherlich nicht ausschließen, allerdings gibt es durchaus Gründe davon auszugehen, dass das Währungspaar EUR-USD nicht dauerhaft zur Einbahnstraße wird. Zum einen werden derzeit bereits viele der zu erwartenden Entwicklungen eingepreist (u.a. weniger Zinssenkungen von der Fed, mehr Zinssenkungen von der EZB). Ist diese Neuadjustierung der Erwartungen einmal vollzogen, sollte sich auch das Währungsgefüge wieder stabilisieren. Hinzukommt, dass die Trump-Politik nicht ohne Risiken für den Dollar ist. Wie oben bereits ausgeführt, haben insbesondere die Themen Fiskalpolitik und Trumps Pläne für die Fed das Potenzial, den Dollar zu belasten bzw. ihm zumindest weitere Gewinne zu erschweren. Und in der Eurozone mag man aus Exportsicht zwar einen schwächeren Euro zunächst begrüßen, eine rapide und aggressive Abwertung ist jedoch ebenfalls unerwünscht. Die dadurch generierte importierte Inflation hat nicht nur das Potenzial, die Möglichkeiten der EZB einzuschränken, sie kann auch für das verarbeitende Gewerbe zu einem echten Problem werden.

Wir gehen also davon aus, dass EUR-USD in den kommenden Wochen und Monaten weiter an Boden verlieren, sich jedoch dann auf niedrigen Niveaus um die Parität stabilisieren wird. Eine Wiederholung der Bewegungen von 2016-2017, als der Dollar zunächst sehr positiv auf die Wahl Trumps reagierte, im folgenden Jahr aber deutlich an Boden verlor, erwarten wir nicht. Denn im Gegensatz zu 2017 wird dem Dollar im Jahr 2025 kein starker Euro gegenüberstehen. Der Handelsstreit mit

Ein Unterschießen der Parität wollen wir sicherlich nicht ausschließen, EUR-USD dürfte jedoch nicht dauerhaft zur Einbahnstraße werden

Eine dynamische Erholung wie wir sie 2017 erlebt haben, erwarten wir nicht

den USA wird auch diesseits des Atlantiks nachhaltigen Schaden anrichten, die fiskalpolitische Lage ist in vielen Ländern der Eurozone kaum weniger problematisch als in den USA und für die meisten Investoren wird der US-Staatsanleihenmarkt alternativlos bleiben. Zudem ist zu beachten, dass der Handelsstreit in Trump 1.0 erst Anfang 2018 Fahrt aufnahm.

Der Rest des Währungsuniversums

Unser Bild für das Währungsuniversum wird im kommenden Jahr dominiert von einem starken Dollar auf der einen, und einem schwachen Euro auf der anderen Seite. Wie werden sich die restlichen Währungen unserer Coverage in diesem Umfeld platzieren? Wem wird es gelingen, sich selbst gegen einen starken Dollar durchzusetzen? Welche Währungen könnten sogar gegenüber einem schwachen Euro an Wert verlieren. Wir werfen einen Blick auf unsere Rangliste.

Die Starken

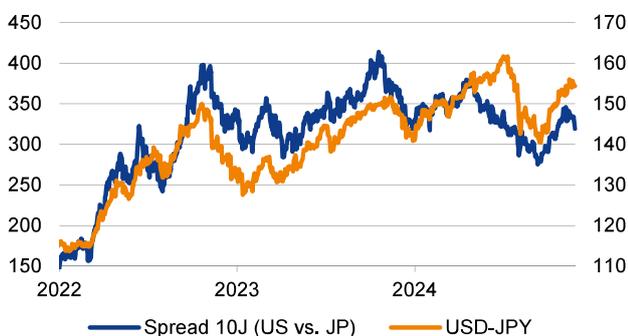
Die Liste der Währungen, denen wir gegenüber dem Dollar Gewinne zutrauen, ist erwartungsgemäß nicht sonderlich lang. Dennoch finden sich immerhin 3 Kandidaten.

» **Der japanische Yen:** Der Yen hatte 2024 keinen leichten Stand. Die zum Teil erratische Geldpolitik der BoJ resultierte im Frühjahr in einer ausgewachsenen spekulativen Attacke auf die Währung, derer sich die Regierung nur mit großvolumigen Interventionen entledigen konnte. Die breit angelegte Aufwertung des Dollars nach der US-Wahl ist nicht spurlos am Yen vorbeigegangen, zumal auch heimische politische Unsicherheiten auf ihm lasten. Doch auch wenn die Währung derzeit wieder eher zur Schwäche neigt: die geldpolitische Wende der BoJ ist vollzogen und wird im kommenden Jahr auch weiterhin in höheren Leitzinsen resultieren. Dies sollte, aller anderen Umstände zum Trotz, ausreichen, um USD-JPY wieder in die Region um 145 JPY fallen zu lassen.

Welche Währungen werden sich gegen den USD behaupten können? Und welche selbst den EUR nicht schlagen können?

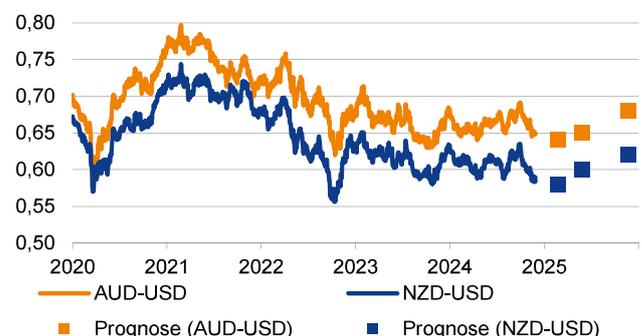
Der Yen sollte aller Umstände zum Trotz in der Lage sein, von der geldpolitischen Wende der BoJ zu profitieren, auch gegenüber dem Dollar

USD-JPY: ZINS DIVERGENZ GIBT DEN TAKT VOR
SPREAD 10J US VS. JP, IN BP (L.S.) UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: LSEG, DZ BANK

KONJUNKTURERHOLUNG DÜRFTE FÜR RÜCKENWIND BEI AUD UND NZD SORGEN
USD JE AUD, USD JE NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

» **Australischer und neuseeländischer Dollar:** Australien und Neuseeland sind sicherlich nicht immun gegenüber weltwirtschaftlichen Trends, jedoch ist damit zu rechnen, dass beide Länder sich im kommenden Jahr gut schlagen werden. Vor allem in Neuseeland dürfte die konjunkturelle Dynamik, die zu Jahresbeginn noch etwas schwächer ausfallen wird, in der zweiten Jahreshälfte deutlich

Auch AUD und NZD gestehen wir Gewinne zu: wirtschaftlich sollten sie sich gut behaupten können

zunehmen. Auch mit Blick auf die von Trump in Aussicht gestellten Zölle gibt es einen leisen Schimmer der Hoffnung: es wird spekuliert, dass Australien und Neuseeland hiervon nicht oder zumindest kaum betroffen sein werden. Beiden Währungen gestehen wir 2025 daher Gewinne zu, nicht nur gegenüber dem schwachen Euro, sondern auch gegenüber dem starken US-Dollar.

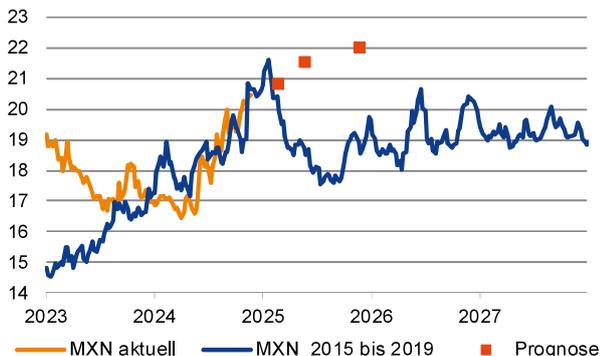
Die Schwachen

Blicken wir nun auf die Kehrseite dieser Medaille: welche Währungen werden im kommenden Jahr so schwach auftreten, dass es ihnen noch nicht einmal gelingt, sich gegenüber dem Euro zu behaupten?

» **Türkische Lira:** Es überrascht nicht, dass sich die türkische Lira ganz oben auf dieser Liste befindet. Die Zentralbank hat zuletzt bereits Zinssenkungen in Aussicht gestellt, die sie mit dem deutlichen Nachlassen der Preisdynamik rechtfertigt. So verständlich der Wunsch nach einer weniger restriktiven Haltung jedoch ist, so riskant könnte sich der derzeitige Kurs der TCMB erweisen, schließlich ist die Inflation in der Türkei noch meilenweit vom eigentlichen Inflationsziel entfernt. Die Lira wird nicht nur das Handeln der Zentralbank, sondern auch die Aktivitäten des Staatspräsidenten genauestens verfolgen, schließlich machte Erdogan nie einen Hehl aus seiner Präferenz für niedrige Leitzinsen. Hohe Renditen sorgen zwar dafür, dass die Lira aus einer Total-Return-Perspektive äußerst attraktiv aussieht, die hohe Volatilität und Unberechenbarkeit dieser Währung führen jedoch dazu, dass sie allenfalls etwas für extrem risikofreudige Investoren ist.

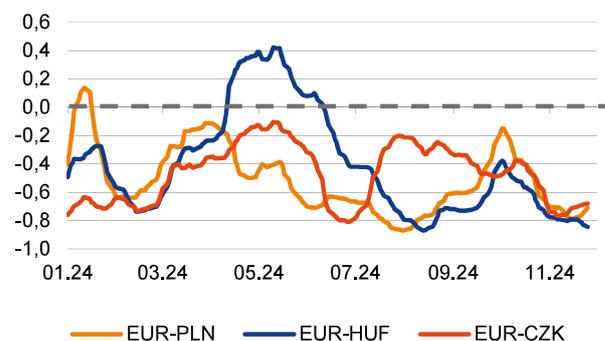
Ganz oben auf der Liste der Verlierer steht die türkische Lira, die altbekannte Probleme belastet

UNTER TRUMP 1.0 KAM DER PESO MIT BLAUEM AUGER DAVON
NUN WIRD DIES KAUM GELINGEN
USD-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EURO-DOLLAR ÜBT ÜBER WEITE STRECKEN SPÜRBAREN EINFLUSS
AUF DIE CE3-WÄHRUNGEN AUS
ROLL. 3M-KORRELATION ZWISCHEN EUR-CE3 UND EUR-USD
BERECHNET AUS DER EINMONATSVERÄNDERUNG



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

» **Mexikanischer Peso:** Wenig überraschend reagierte der Peso verschreckt auf den Sieg Trumps. Überraschend war vielmehr, dass der Peso diese Einbußen zunächst recht zügig wieder aufholen konnte. Hintergrund dürften die kräftigen Aktiengewinne in den USA bzw. das vermutete, nun mögliche stärkere Wachstum in den USA gewesen sein. Zudem bestand die Hoffnung, dass Mexiko aufgrund der Einbindung in das gemeinsame Freihandelsabkommen mit den USA (und Kanada) von den allgemeinen Zolldrohungen weitestgehend ausgenommen werden könnte. Ganz so optimistisch sind wir allerdings nicht. Den Wirtschaftsberatern von Trump ist nicht entgangen, dass auch zahlreiche chinesische Unternehmen den Standort Mexiko nutzen, um den Handelsbeschränkungen von Seiten der USA zu entgehen. Die USA könnten versuchen,

Wie anfällig der Peso angesichts der Trump'schen Handelspolitik ist, haben wir bereits eindrucksvoll erlebt

dieses Schlupfloch früher oder später (bei der 2026 anstehenden Überprüfung des Freihandelsabkommens) zumindest teilweise zu stopfen. Bereits Ende November hat Trump zudem erste Zölle für Mexiko angekündigt, die die dortige Regierung motivieren soll, den Fluss an Migranten und Drogen über die Grenze zu stoppen. Ganz ungeschoren wird der Peso daher nicht bleiben und schwächer tendieren als in einer Welt ohne Trump.

» **CE3-Währungen:** Die mit dem Wahlsieg von Donald Trump zu erwartende wirtschaftspolitische Gangart und die entsprechenden Implikationen für den geldpolitischen Fed-Ausblick sowie die weitere USD-Entwicklung dürften auch an den CE3-Währungen nicht spurlos vorübergehen. Vielmehr erwarten wir, dass sie unter diesen neuen Vorzeichen über unseren Prognosehorizont hinweg gegenüber dem Euro zunehmend unter Abgabedruck geraten werden. Als ein belastendes Argument ist das sich weiter eintrübende Marktsentiment gegenüber risikosensitiven Schwellenländerwährungen im Umfeld von höheren US-Leitzinsen und einem merklich festeren US-Dollar zu nennen. Die Kehrseite dieser Wechselkursmedaille sind spürbar niedrigere Euro-Dollar-Notierungen, die den CE3-Währungen auch über die Euro-Seite zusetzen sollten. Die sich für die Staatengemeinschaft abzeichnenden verhalteneren Konjunkturperspektiven dürften angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen der EWU und den CE3-Staaten dazu führen, dass auch in Osteuropa der konjunkturelle Gegenwind zunehmen sollte, was Zloty und Co. ebenfalls mit gewissem Unmut quittieren dürften.

Die CE3-Währungen werden sich angesichts der zu erwartenden Wachstumseinbußen in der Eurozone ebenfalls schwertun

» **Schweizer Franken:** Die Schweiz dürfte zwar kaum direkte Auswirkungen der US-Handelspolitik zu befürchten haben, den Franken belasten jedoch auch eine ganze Reihe von Faktoren. An erster Stelle ist hier sicherlich die besorgniserregend niedrige Teuerungsrate zu nennen, die sich gefährlich nah am Rande der Deflation bewegt. Aus Sicht der Zentralbank ausreichend Grund für weitere Zinssenkungen und eine Währungspolitik, die den Fokus auf eine schwächere Währung setzt. Der einzige Faktor, der verhindern dürfte, dass der Franken noch schwächer als ohnehin von uns unterstellt handelt, ist die Erwartung, dass die globalen (geo-) politischen Unsicherheitsfaktoren die Nachfrage nach sicheren Häfen zumindest temporär immer wieder aufflammen lassen.

In der Schweiz droht die Deflation, was für eine lockere Geldpolitik und eine schwächere Währung sorgen dürfte

CHF: DEFLATION KÖNNTE SNB ZU INTERVENTIONEN ZWINGEN
PREISE, VERÄNDERUNG IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

CNY: ERWARTETE YUAN-ABWERTUNG: MARKANT, ABER NICHT GENUG, UM EFFEKT DER US-ZÖLLE AUSZUGLEICHEN
USD-CNY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: LSEG, DZ BANK

» **Chinesischer Renminbi:** Auch diese Platzierung dürfte niemanden überraschen. China steht klar im Fokus von Trumps Handelspolitik und auch hier (ähnlich wie in der Eurozone) werden Exporteinbußen auf ohnehin schon schwächeres Wachstum treffen. Die chinesische Regierung hatte bereits im Vorfeld der Wahl eine Reihe an geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen ergriffen, diese werden jedoch nicht ausreichen, um Wachstumseinbußen zu verhindern. Zumal mit der andauernden Immobilienkrise auch heimische Belastungsfaktoren am Werk sind. Eine Abwertung des CNY ist somit nicht nur zu erwarten, sie wird aus Sicht der Regierung sogar erwünscht.

Der Renminbi zahlt den Preis für heimische wirtschaftliche Schwäche und die Zollpolitik der USA

Fazit

Unser Währungsuniversum dürfte im kommenden Jahr von einem starken Dollar dominiert werden, insbesondere in der ersten Hälfte des Jahres. Der Euro dürfte dem Dollar wenig entgegenzusetzen haben, leidet er doch unter konjunktureller Schwäche, aggressiveren EZB-Zinssenkungen und politischen Querelen. Einigen (wenigen) Währungen dürfte es gelingen, den Dollar zu schlagen (vornehmlich JPY, AUD und NZD), viele dürften jedoch selbst hinter einem schwachen Euro hinterherhinken (u.a. CHF, CE3, MXN). Der Rest unserer Währungen dürfte sich im neutralen Mittelfeld aufhalten. Dem Pfund sollte zwar ein Plus gegenüber dem Euro gelingen, in Relation zum Dollar jedoch lediglich auf der Stelle treten. Ähnlich verhält es sich mit CAD oder auch BRL. Auch die Skandies liegen u.E. nach im Mittelfeld des Währungsgefüges, ihnen gestehen wir weder eine deutliche Auf- noch Abwertung zu.

Der starke Dollar dominiert das Feld, insbesondere in der ersten Jahreshälfte

Insgesamt muss davon ausgegangen werden, dass uns ein volatiles Jahr bevorsteht, das von dem erratischen Regierungsstil des neuen US-Präsidenten dominiert wird. Die Leitzinserwartungen dürften auch 2025 schwankungsanfällig bleiben, was ebenfalls für größere Amplituden am Währungsmarkt sorgen dürfte.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Warten auf Fed und EZB

EUR-USD hat in den Wochen seit der US-Wahl deutlich an Boden verloren, konnte sich zuletzt jedoch wieder etwas stabilisieren. Der erste Schock nach der Wiederwahl Trumps ist verarbeitet, nun heißt es abwarten was passiert, wenn Trump Ende Januar die Regierungsgeschäfte übernimmt. Vollmundige Ankündigungen, dass seine erste Amtshandlung darin bestehen wird, hohe Zölle auf Güter aus Mexiko und Kanada (die 10% Zölle auf Güter aus China fallen im Vergleich kaum ins Gewicht) zu erheben, hat zwar in den betroffenen Währungen für Verluste gesorgt, den USD jedoch kaum berührt. Der Markt befindet sich im „wait-and-see“ Modus und es besteht die leise Hoffnung, dass uns eine vergleichsweise ruhige Weihnachtszeit vergönnt wird.

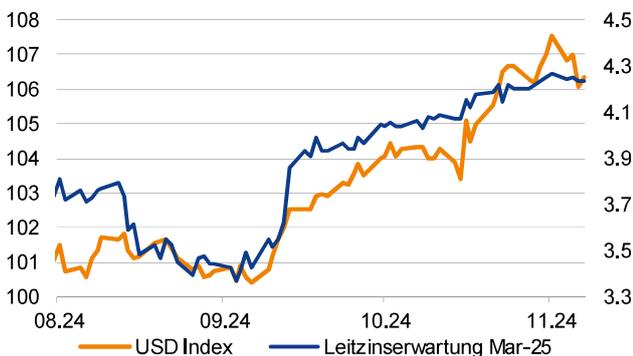
Für Spannung sorgen in den kommenden Wochen allerdings die Fed und die EZB, deren letzte Sitzungen für das Jahr anstehen. In beiden Fällen wurde zuletzt viel über den Ausgang spekuliert, jedoch in unterschiedliche Richtungen. Bei der EZB hatte der Markt zwischenzeitlich mit einer Zinssenkung um 50 Basispunkte geliebäugelt, bei der Fed geht es eher um die Frage ob sie überhaupt senken wird. Beide „Sorgen“ halten wir für überzogen: die EZB hat aus unserer Sicht keinen Anlass zur Hektik, während die Fed das sich perspektivisch im Frühjahr 2025 schließende Fenster nutzen sollte, um von dem derzeit immer noch restriktiven Leitzinsniveau runterzukommen. Aus Sicht des Dollars hat eine Bestätigung des aktuellen Kurses das Potenzial zumindest für kurzfristige Rücksetzer zu sorgen, eine echte Trendwende ist jedoch unwahrscheinlich. Stattdessen wird sich die Aufmerksamkeit dann auf das neue Jahr und den (alten) neuen Präsidenten verschieben. Unseren diesbezüglichen Ausblick haben wir bereits ausführlich in der Top Story beschrieben.

EUR-USD gelingt die Stabilisierung – Markt im „wait-and-see“ Modus

EZB und Fed sorgen für Ablenkung dürften aber keine nachhaltigen Impulse liefern

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

MARKT RECHNEN MIT WENIGER FED-ZINSENKUNGEN ALS ZUVOR
 LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNG (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

BEI DER EZB GEHT DIE REISE DERZEIT IN DIE ANDERE RICHTUNG
 LS: EUR-USD; RS: IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNG (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

Japan: Wie Phoenix aus der Asche?

Japans Währung hat derzeit einen schweren Stand gegen den übermächtigen US-Dollar. Auch wenn sich der Yen damit in guter Gesellschaft befindet, wiegt der unter Trump 2.0 veränderte US-Zinsausblick besonders schwer auf ihm; die Korrelation

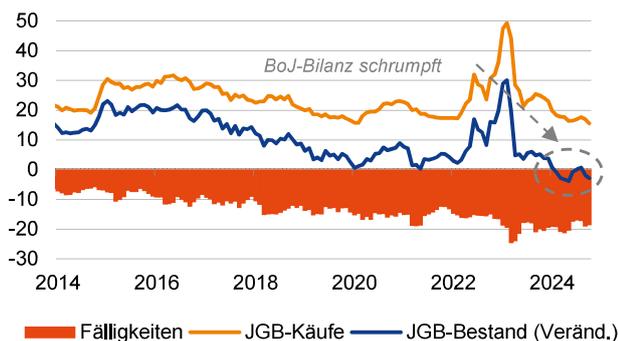
Zahlreiche Gründe für schwachen Yen - aber neu sind sie nicht

zwischen US-Renditen und USD-JPY zählt zu den höchsten bei den von uns beobachteten Währungen. Dunkle Wolken für die Exportnation bringen zudem die zu befürchtenden US-Zölle; auch wenn es für Japan „nur“ um einen Basiszoll von 10% gehen soll, ziehen die weltweiten Wachstumseinbußen den Außenhandel in Mitleidenschaft. Für Japans fragile Binnennachfrage gibt es zwar einen Silberstreif am Horizont, von einem echten Wachstumsmotor, der die Schwäche bei den Exporten ausgleichen kann, sollte aber nicht die Rede sein. Damit nicht genug, gibt es nach der Wahl im Oktober auch noch innenpolitische Probleme, wie sie für Japan gänzlich untypisch sind. Die LDP-Komeito-Minderheitsregierung ist auf die Duldung der oppositionellen DPP angewiesen. Damit sollte Premier Ishiba häufiger zu Kompromissen gezwungen sein, was die Umsetzung von Projekten oder die Verabschiedung von (Nachtrags-)Haushalten verlangsamt, aber nicht verhindert.

Der Yen hätte also zahlreiche Gründe, seine Schwäche auch 2025 fortzusetzen. Allerdings sind die oben genannten Faktoren alles andere als neu und sollten bald eingepreist sein. Auf der anderen Seite stehen zwei Faktoren, die frischen Wind für den Yen bringen könnten: Geld- und Währungspolitik. Wir glauben, dass der Yen die Entschlossenheit der Bank von Japan noch immer unterschätzt. Die zu erwartenden Zinserhöhungen sind mit insgesamt +50 Bp bis Ende 2025 zwar nur moderat, aber sie treffen auf ein Umfeld, in dem andere Notenbanken sich expansiv positionieren. Dazu kommt die Liquiditätsverknappung durch das QT-Programm (Quantitatives Tightening), das aus der Wahrnehmung des Marktes verschwunden ist. Derzeit kauft die BoJ zwar noch japanische Staatsanleihen am Markt auf (brutto), unter Berücksichtigung der JGB-Fälligkeiten schrumpft der Bestand in der BoJ-Bilanz aber bereits jetzt (netto). Die resultierende monetäre Straffung geht weit über den Effekt von ein oder zwei harmlosen Leitzinserhöhungen hinaus – und die BoJ hat gerade erst mit ihrer Bilanzverkürzung begonnen.

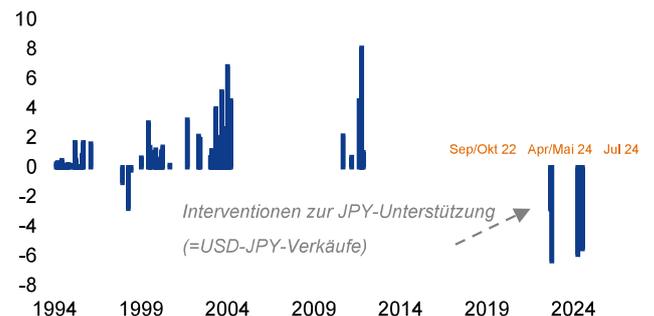
BoJ strafft nicht nur über Leitzins, QT wird unterschätzt

YEN VERNACHLÄSSIGT BILANZVERKÜRZUNG DER BOJ STRÄFLICH
JGB-TRANSAKTIONEN DER BOJ: 3M SUMME, IN BIO JPY



Quelle: LSEG, BoJ, DZ BANK

INTERVENTIONEN BALD WIEDER GESELLSCHAFTSFÄHIG?
MONATLICHE KÄUFE/VERKÄUFE VON FREMDWÄHRUNG, IN BIO. JPY



Quelle: LSEG, DZ BANK

Zum Schlüssel für USD-JPY könnte neben der Geld- die Währungspolitik werden. Dass USD-JPY-Kurse über 150 JPY dem japanischen Finanzminister nicht gefallen, ist kein Geheimnis, und Interventionen sind in Japan kein Tabuthema. Gegenüber den letzten Interventionswellen im Herbst 2022 und Frühjahr 2024 gibt es aktuell zwei wichtige Unterschiede. Die Bank von Japan befindet sich inzwischen eindeutig auf Straffungskurs und kritisiert auch deutlich die Folgen, die der schwache Yen für die importierte Inflation hat. Ein klarer Strukturbruch für eine zuvor von Deflation geplagte Exportnation, die traditionell die Vorteile einer kompetitiven (=schwachen und inflationstreibenden) Währung zu schätzen wusste. Japans Notenbank und

Strukturbruch: ein schwacher Yen gilt nicht mehr als vorteilhaft

Finanzministerium stehen währungspolitisch also heute auf derselben Seite, während sie 2022 noch entgegengesetzte Positionen eingenommen hatten. Verbale Drohungen werden dadurch glaubwürdiger, und echte Interventionen effektiver. Diese Brandmauer könnte 2025 weiteren Zuwachs von der anderen Seite des Pazifiks bekommen.

Bislang stehen Japan und seine Währungsschwäche nicht im Fokus der US-Währungspolitik, aber das dürfte sich ändern. Trump hatte in seiner ersten Amtszeit als Präsident, aber auch im Wahlkampf 2024 die (vermeintlich) unfairen Vorteile kritisiert, die sich bestimmte Länder durch eine Abwertung verschaffen, und dafür Abhilfe versprochen. Die von Trump angedrohte Strafe (=Zölle) wäre zwar denkbar kontraproduktiv und dürfte von Finanzminister Bessent kaum unterstützt werden. Doch wenn Japan (aus ganz eigennützigen Gründen) zur Yen-Stabilisierung in den Markt eingreifen würde, könnte eine „wohlwollende“ Reaktion aus den USA wie ein Katalysator wirken. Von gemeinsamen Interventionen oder gar einem offiziellen FX-Akkord gegen die Yen-Abwertung kann zwar nicht die Rede sein, aber die USA und Japan könnten künftig wieder stärker an einem währungspolitischen Strang ziehen ... mit entsprechend positiven Folgen für den Yen.

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

Großbritannien: Bank of England in schwierigem Fahrwasser

2024 ist es der Bank of England (BoE) gelungen, die Inflationsrate wieder auf den Zielwert von 2% (J/J) zu senken und sie auf diesem Niveau (bzw. zumeist etwas darüber) zu halten. Da es am überhitzten Arbeitsmarkt ebenfalls klare Anzeichen für eine Abkühlung gab, war eine geringfügige geldpolitische Lockerung angezeigt: Die BoE senkte den Leitzins von 5,25% – dem Niveau der vergangenen zwei Jahre – auf 4,75%. Inzwischen ist auch das Wirtschaftswachstum stärker als im Jahr 2023, liegt aber immer noch deutlich unter der angepeilten 2%-Marke. Der Regierungswechsel vom Juli hat sich noch nicht in den Wirtschaftsstatistiken niedergeschlagen. Der Ende Oktober vorgestellte Haushalt sieht Steuererhöhungen und Investitionen vor und dürfte im nächsten Jahr zu einem geringfügigen Anstieg der Wachstumsrate zwischen 0,25 und 0,5 Prozentpunkten des BIP führen. Das Pfund erzielte uneinheitliche Ergebnisse. Im Spätsommer legte die britische Währung erstmals seit März 2022 auf USD 1,34 zu, doch diese Zuwächse erwiesen sich als vorübergehend und verpufften bis November. Andererseits hatte das Pfund – dank Zinsgefälle und politischer Stabilität ab Jahresmitte – gegenüber dem Euro die Nase vorn. So drückte das Pfund den Euro um etwa drei Cent auf ca. GBP 0,8350.

Die Aussichten haben sich insoweit nicht wesentlich geändert, als die Konjunktur ihren gemäßigten Wachstumskurs fortsetzen dürfte und die Inflation voraussichtlich nahe dem 2%-Ziel – wenn auch leicht darüber – verharren wird. Die Bank of England wird den Leitzins weiter schrittweise lockern. Den Prognosen zufolge soll der Leitzins bis Mitte 2025 um weitere 50 Bp. auf 4,25% sinken. Doch viel hängt davon ab, ob die Inflation im Dienstleistungssektor und die Lohnzuwächse auch weiterhin allmählich zurückgehen. Allerdings bestehen im Hinblick auf die Aussichten der britischen Wirtschaft und des Pfunds erhebliche Unsicherheiten. Das betrifft insbesondere die weitere Wirtschaftspolitik in den USA, vor allem Handel und Zölle. Mit etwa 5% der britischen Warenexporte sind die USA ein sehr bedeutender Markt. Der Export von Dienstleistungen in die USA ist sogar noch wichtiger.

Der währungspolitische Wind könnte drehen – ziehen Japan und USA an einem Strang?

Inflation wieder etwas – und wohl von Dauer – über Zielkorridor

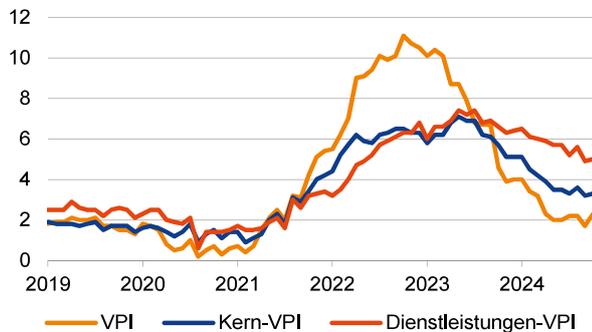
Leicht expansiver Haushaltsetat dürfte BIP-Wachstum 2025 ankurbeln

Wirtschaftsleistung dürfte auch 2025 mäßig bleiben

Inflation im Dienstleistungssektor Hauptsorge

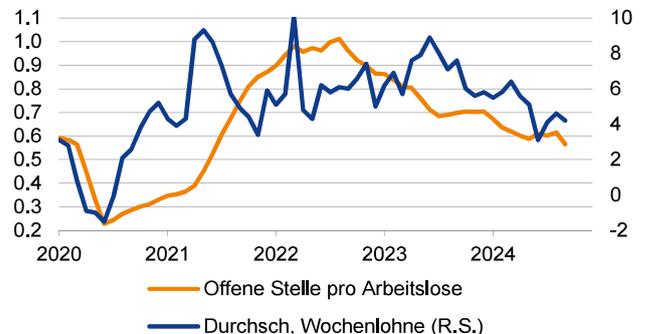
Wirtschaftliche Ungewissheit von der anderen Seite des Atlantiks

TEUERUNGSRATE WIEDER NAHE ZIELWERT, DOCH INFLATION IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR MACHT ES SCHWER, DIESES NIVEAU ZU HALTEN IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ARBEITSMARKT KÜHLT LANGSAM WEITER AB, LOHNDRUCK GEHT ZURÜCK, IST ABER IMMER NOCH HÖHER ALS VOR DER PANDEMIE VAKANZQUOTE (LS); DURCHSCHNITT DER WÖCHENTLICHEN LOHNZUWÄCHSE IN % J/J (RS)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Bank of England hat wiederholt darauf hingewiesen, dass sie ihre geldpolitischen Entscheidungen vor dem Hintergrund der bekannten wirtschaftlichen Rahmendaten fällt. Die nur langsamen Fortschritte beim Senken des Inflationsdrucks deuten auch für 2025 auf eine allmähliche und behutsame geldpolitische Lockerung hin. Mit einer Zinssenkung ist im kommenden Monat nicht zu rechnen. Bis zu ihrer nächsten Sitzung im Februar werden der BoE jedoch sehr viel mehr Konjunkturdaten – insbesondere zu Inflation und Arbeitsmarkt – vorliegen. Zudem wird man nach Trumps Amtseinführung am 20. Januar 2025 wohl mehr über seine Wirtschaftspolitik und ihre Folgen wissen. In jedem Fall dürfte sich der Leitzins bis Ende 2025 langsam auf 4% zubewegen.

Nur langsam sinkende Inflation im Dienstleistungssektor Hauptgrund für schrittweise Zinssenkungen

Was das Pfund betrifft, so sind die Aussichten gemischt. Gegenüber einem starken US-Dollar wird die britische Währung wohl in der Defensive bleiben und überwiegend im Bereich von USD 1,25 bis USD 1,30 verharren. Andererseits spricht das unterschiedliche Lockerungstempo von BoE und EZB dafür, dass das Pfund den Euro übertreffen wird: EUR/GBP bewegt sich in Richtung GBP 0,78. Angesichts all dieser Unwägbarkeiten wird die Marktvolatilität wohl nicht auf die niedrigen Niveaus der ersten Hälfte von 2024 zurückkehren.

Pfund soll gegenüber Greenback nachlassen, jedoch gegenüber Euro zulegen

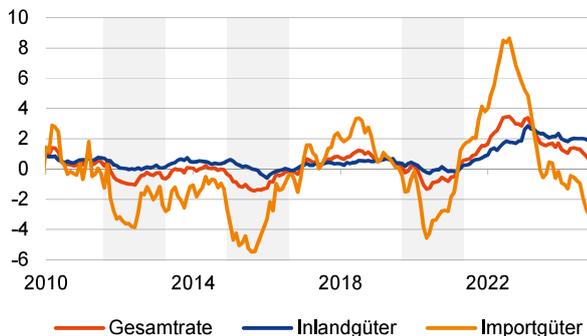
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Zwischen Safe-Haven-Flows und SNB-Kampf gegen Deflation

Der Schweizer Franken dürfte in den kommenden Monaten hin- und hergerissen sein: Gibt er dem Aufwertungsdruck nach, der sich durch Safe-Haven-Flows und globale Euro-Schwäche ergibt? Oder erfüllt er den Abwertungswunsch der SNB, die hofft, dem währungsbedingten Deflationsdruck Einhalt bieten zu können? Auch wenn die Richtungsentscheidung schwer fallen wird und zunächst das erste Argument überwiegen dürfte, sollte langfristig die Notenbank am längeren Hebel sitzen und zumindest eine moderate Abwertung erreichen. Für unsere ehemalige Prognose einer Annäherung von EUR-CHF an die Parität fehlt inzwischen aber die Grundlage.

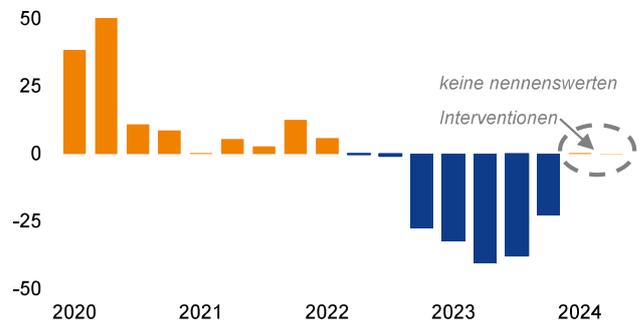
Auf- und Abwertung konkurrieren um den Schweizer Franken

DEFLATION WAR SCHON IMMER EIN IMPORTIERTES PROBLEM KONSUMENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

SNB NOCH MIT VIEL SPIELRAUM, INTERVENTIONEN HOCHZUFAHREN DEWEISEGESCHÄFTE DER SNB JE QUARTAL, IN MRD. CHF



Quelle: SNB, DZ BANK

Zugunsten des Schweizer Frankens dürften in der Ära „Trump 2.0“ zahlreiche geo- und handelspolitische Unsicherheiten sprechen. Wie positioniert sich die neue US-Regierung zur Situation in der Ukraine, dem Nahen Osten oder Taiwan? Hat die NATO noch eine Zukunft? Und wie weit eskaliert der internationale Zollstreit? Dass Trump nicht nur mit Zöllen droht, sondern sie auch umsetzt, hat er in seiner ersten Amtszeit bewiesen. Selbst wenn ein Basiszoll auf alle US-Importe verhängt wird, dürfte der Schweizer Außenhandel vergleichsweise glimpflich davonkommen, da die wichtigsten Schweizer Exporte kaum preissensitiv sind (Pharma, Luxusuhren, Finanzdienste). Die Schweizer Wirtschaft mag nicht zu den größten Leidtragenden im Zollstreit gehören, der Schweizer Franken ist aber weniger immun, und das Safe-Haven-Argument dürfte immer wieder zu seinen Gunsten auf den Tisch kommen. In EUR-CHF schlägt zusätzlich die Konjunkturschwäche der Eurozone durch, die die Euro-Seite der Wechselkursmedaille nach unten zieht.

Trump 2.0 bringt Safe-Haven-Flows

Ohne Einmischung der Schweizerischen Nationalbank läge eine weitere Franken-Aufwertung 2025 auf der Hand. Aber die SNB ist ein ernstzunehmender Gegner und hat langjährige Erfahrung in der Beeinflussung des Wechselkurses. Da sich der Preisdruck in der Schweiz immer weiter der Deflation annähert, klingeln die geldpolitischen Alarmglocken. Die Konsumentenpreise sind zuletzt nur noch um 0,6% (J/J) gestiegen, weit unterhalb des Inflationsziels von 2%. Während die inländische Preisentwicklung deutlich höher liegt, kommt aus dem Ausland über importierte Preise ein stark deflationärer Effekt – und damit schließt sich der Kreis zur Stärke des Frankens. Der offensichtliche Weg für die SNB sind weitere Zinssenkungen; wir rechnen sowohl bei der Sitzung im Dezember als auch im März mit einer Lockerung um mindestens 25 Bp. SNB-Vertreter drohen zwar damit, notfalls auch vor einer Rückkehr zu Negativzinsen nicht zurückzuschrecken; wir halten aber ein stärkeres währungspolitisches Engagement für den pragmatischeren Ansatz. Anders als in den Jahren zuvor hat die SNB 2024 weitgehend auf Interventionen verzichtet. Eine Reaktivierung dieses Instruments zur Lockerung des monetären Umfelds könnte den Höhenflug der Alpenwährung bremsen und (je nach Volumen der Markteingriffe) vielleicht sogar zu einer Trendwende führen. Einen ersten Vorgeschmack darauf, wie weit die Interventionsüberlegungen schon gereift sind, erhalten wir am 12. Dezember bei der nächsten SNB-Sitzung. Sich dem Aufwertungs- und Deflationsdruck nicht entgegenzustellen, wäre u.E. grob fahrlässig und würde sich im nächsten Jahr rächen.

Importierte Deflation muss die SNB zum Umdenken bewegen

Höchste Zeit für Interventionen

Australien & Neuseeland: Konjunkturerholung dürfte AUD & NZD beflügeln

Die Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten sorgte dafür, dass die Abwärtstrends von AUD-USD und NZD-USD, die seit Anfang Oktober bestehen, weiter in Takt sind: So notierte AUD-USD zwischenzeitlich unter der Marke von 0,65 USD, während NZD-USD mit Notierungen unterhalb von 0,59 USD jüngst neue Jahrestiefstände erreichte. Dass der „Aussie“ dabei nicht so stark unter Abgabedruck geriet wie der „Kiwi“, dürfte unter anderem der immer noch vorherstehenden „hawkishen“ Rhetorik der australischen Notenbank geschuldet gewesen sein. Für die stärkere Abwertung des neuseeländischen Dollars spricht wiederum, dass der Zinssenkungszyklus der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) bereits im vollen Gange ist und man – noch vergeblich – auf eine konjunkturelle Erholung wartet:

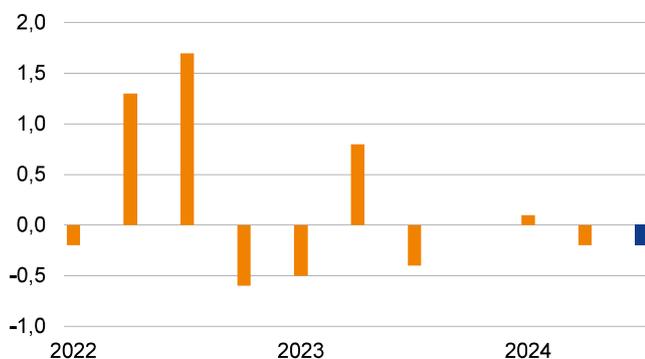
So senkte die RBNZ diese Woche ihre Cash Rate erneut um 50 Basispunkte auf nun 4,25% und Notenbankchef Adrian Orr signalisierte eine weitere 50-Bp-Lockerung im Februar, sollte sich die neuseeländische Konjunktur gemäß den neuen RBNZ-Projektionen entwickeln. Wir gehen ebenfalls für den Februar noch mit einem Zinsschritt in dieser Größenordnung aus, rechnen danach aber lediglich mit zwei Zinssenkungen im Umfang von 25 Bp, so dass auf Jahressicht der Leitzins noch im leicht restriktiven Bereich bei 3,25% liegen sollte (das längerfristige neutrale Leitzinsniveau wird aktuell auf 2,9% geschätzt). Die Inflationsrate befindet sich derweil nicht nur bereits im Zielkorridor der RBNZ (1-3%), sondern mit aktuell 2,2% (J/J) bereits in Schlagweite der anvisierten Mitte des Zielbandes (2%). Neben den jüngsten selektiven monatlichen Preisdaten, die auf einen weiteren Rückgang der Inflationsrate hindeuten, sorgte zuletzt auch die Abkühlung des Arbeitsmarktes für einen nachlassenden Lohndruck. Das Wachstum der Gehälter im Privatsektor verlangsamte sich im vergangenen Quartal von zuvor 3,6% auf aktuell 3,3% (J/J), weshalb wir die von Notenbankchef Orr zuletzt geäußerten Sorgen hinsichtlich eines anhaltenden inländischen Preisdrucks für unberechtigt halten. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer Teuerungsrate von 1,8% bzw. 1,9% (J/J), die RBNZ hätte somit de facto das Inflationsgespenst besiegt.

NZD im Vergleich zu AUD ggü. USD zuletzt stärker unter Abgabedruck angesichts divergierender Geldpolitik

RBNZ erneut um 50 Bp gesenkt; weitere 50-Bp-Zinssenkung dürfte im Februar folgen

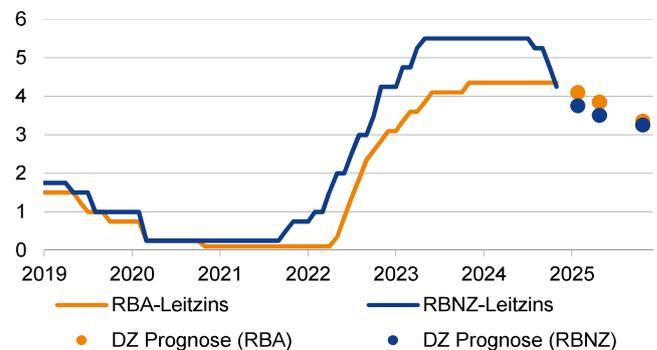
Inflation (fast) besiegt; Fokus der RBNZ dürfte fortan auf konjunktureller Entwicklung Neuseelands liegen

NEUSEELANDS WIRTSCHAFT DÜRFTE ZULETZT DIE ZWEITE REZSSION INNERHALB VON ZWEI JAHREN DURCHLAUFEN HABEN
BIP, IN % (Q/Q), INKLUSIVE PROGNOSE IN BLAU



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

RBNZ HAT IHREN ZINSSENKUNGSZYKLUS BEREITS BEGONNEN, DIE RBA DÜRFTE ERST IN 2025 STARTEN
LEITZINSEN INKLUSIVE PROGNOSEN JEWEILS IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Australien lässt die Zinswende dagegen weiterhin auf sich warten. Im November beschloss die Reserve Bank of Australia (RBA) erwartungsgemäß, den Leitzins bei 4,35 % zu belassen. Zugleich stellte die Notenbank mit der Zinsentscheidung auch ihre neuen makroökonomischen Projektionen vor: Neben einem trüberem

Rebound der Trimmed-Mean Inflation führt zur späteren Einleitung des RBA-Zinssenkungszyklus

Konjunkturbild bis Ende 2026 revidierte sie die Aussichten für das von ihr bevorzugte Inflationsmaß, die Trimmed-Mean Inflation, leicht nach unten, nachdem dieses zuvor schneller gesunken war als noch im August prognostiziert. Die Stabsmitarbeiter rechnen nun mit dem Erreichen der oberen Zielspanne von 3% (J/J) bereits zur Jahresmitte 2025 (zuvor: Jahresende), womit die Tür für eine erste Zinssenkung bereits ein Stück weit geöffnet wurde. Wir halten dennoch den Beginn des Zinssenkungszyklus im Dezember nicht mehr für realistisch, schließlich wurde der seit Juni bestehende Abwärtstrend bei der Trimmed-Mean Inflation im Oktober unterbrochen – das Inflationsmaß beschleunigte auf 3,5% von zuvor 3,2% (je J/J). Wir rechnen nun mit einem umsichtigen Senkungszyklus ab Februar, auf 12M-Sicht sollte der Leitzins dann bei immer noch restriktiven 3,35% liegen.

Für einen fortschreitenden Disinflationsprozess, der unseres Erachtens die Einleitung der Zinswende rechtfertigt, gibt es vor allem zwei Gründe: Erstens kühlte sich der australische Arbeitsmarkt zuletzt stärker ab als vom Markt erwartet, der monatliche Beschäftigungszuwachs im Oktober war der schwächste seit März. Zudem ließ der Lohndruck im vergangenen Quartal stärker nach als von der RBA und marktseitig erwartet. Und zweitens: Trotz der im zweiten Halbjahr 2024 in Kraft getretenen Steuersenkungen enttäuschten die Haushaltsausgaben zuletzt. Nach einem revidierten Wachstum von +0,2% (M/M) im August waren diese im September mit -0,1% (M/M) zuletzt sogar rückläufig. Sollte die Zahlen zu den Haushaltsausgaben auch im Oktober schwächeln, könnte dies nicht nur die von der RBA prognostizierte Erholung des privaten Konsums – und somit der Wirtschaft insgesamt – gefährden, sondern auch die Disinflation fördern. Dass die Konjunktur zuletzt an Dynamik verloren hat, zeigte sich auch in dem erstmals seit Januar im kontraktiven Bereich liegenden PMI für den Dienstleistungssektor.

Der australische Dollar dürfte auf kurze Sicht aufgrund der USD-Stärke aber auch wegen des bevorstehenden Senkungszyklus der RBA in Richtung 0,64 USD (oder sogar etwas niedriger) tendieren. Denn sollte die RBA ihre erste geldpolitische Lockerung im Februar unternehmen, würde dies den „Aussie“ belasten, schließlich preisen die Geldmarktsätze eine erste Zinssenkung erst für Mai 2025 vollständig ein. Auf Jahressicht erwarten wir angesichts einer kräftigeren Konjunkturerholung in Australien gegenüber den USA zwar nach wie vor höhere AUD-USD-Notierungen, wir haben jedoch unsere Prognose leicht nach unten auf 0,68 USD von zuvor 0,70 USD revidiert. Erstens, weil (die Aussicht auf) Leitzinssenkungen in Australien und gleichzeitig eine im Vergleich zur vorherigen Prognose restriktivere US-Notenbank Investitionen im australischen Währungsraum unattraktiver machen und damit ceteris paribus negativ für den „Aussie“ sind. Zweitens, weil vor dem Hintergrund des drohenden Handelskrieges zwischen den USA und China unsere Volkswirte zudem die Wachstumsprognose Chinas ab dem zweiten Halbjahr 2025 sowie für das ganze Jahr 2026 nach unten revidiert haben. Auch wenn spekuliert wird, dass Australien – wie auch bereits während Trumps erster Amtszeit – von möglichen Zöllen verschont bleiben könnte, dürfte die australische Konjunktur durch Spillover-Effekte belastet werden, schließlich ist China der mit Abstand größte Handelspartner Australiens.

Weiterer Disinflationsprozess wird durch abkühlenden Arbeitsmarkt sowie aktuell schwacher konjunktureller Dynamik unterstützt

AUD-USD auf Jahressicht leicht nach unten revidiert: (1) restriktivere US-Notenbank als zuvor sowie (2) schwächere Wachstumsaussichten in China als Haupttreiber

Kanada: Künftige Herausforderungen im In- und Ausland

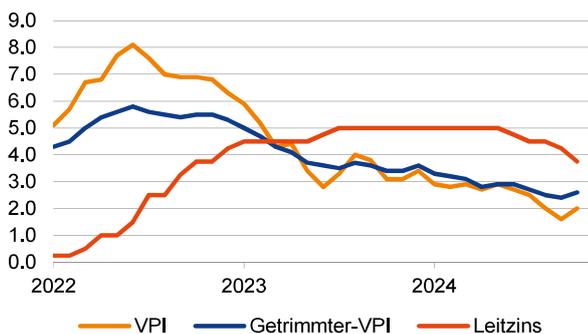
Mit einer moderaten Zuwachsrate hat sich die kanadische Wirtschaft in diesem Jahr recht gut geschlagen. Gleichzeitig ging die Inflationsrate nachhaltig zurück und befindet sich jetzt wieder innerhalb des Zielkorridors von 1 bis 3%. Die Arbeitslosenrate ist zwar gestiegen, lag aber mit 6,5% im Oktober auf einem nicht besonders hohen Niveau. Damit hatte die Bank of Canada (BoC) den nötigen Spielraum, um im Jahresverlauf die Zinsen zu senken: Im Oktober erfolgte ein weiterer Zinsschritt um 50 Bp. auf 3,75%. Doch trotz der positiven Rahmendaten verlor der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar und dem Euro in den ersten elf Monaten des Jahres an Boden.

Im nächsten Jahr wird das Land sowohl innen- als auch außenpolitisch vor erheblichen Herausforderungen stehen. Was die Innenpolitik betrifft, so besteht das Risiko vor allem darin, dass die gegenwärtige Minderheitsregierung der Liberalen ihr Mandat verliert. Dass sie die letzten paar Monate überlebt hat, ist allein ihrem ehemaligen Verbündeten, den Neuen Demokraten (NDP) zu verdanken – die hielten den Zeitpunkt für die Unterstützung eines Misstrauensvotums der oppositionellen Konservativen für ungünstig. Ob die NDP im Frühling für den nächstjährigen Haushalt stimmen wird, ist indes fraglich. Kann der Haushaltsentwurf nicht verabschiedet werden, wäre das ein Grund für vorgezogene Neuwahlen, die dann in jedem Fall vor dem 20. Oktober stattfinden müssten. Angesichts des seit Langem deutlichen Vorsprungs der konservativen Opposition in den Meinungsumfragen ist für 2025 mit einem Regierungswechsel zu rechnen. Damit wäre wahrscheinlich eine wirtschaftsfreundlichere Politik verbunden, die die Konjunktur ankurbeln könnte.

2024: CAD bleibt trotz positiver Wirtschaftsentwicklung hinter USD und EUR zurück

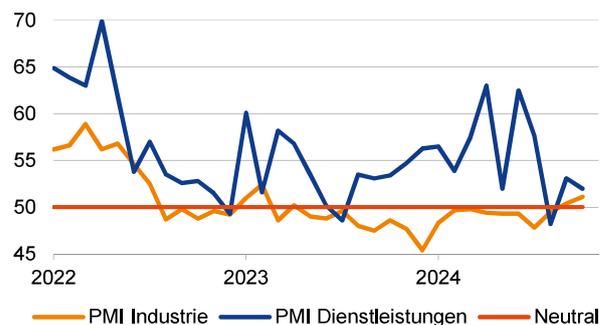
Konjunkturaussichten für 2025 positiv, doch Kanadas politische Landschaft birgt Risiken – es stehen Wahlen an

INFLATION VERHARRT IM ZIELBEREICH VON 1-3%; BOC KANN WEITER LOCKERN
IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

BEIDE EINKAUFSMANAGERINDIZES LEICHT ÜBER NEUTRAL, KANADAS MODERATE WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG SOLLTE SICH DAHER FORTSETZEN
IN INDEXPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Von den außenpolitischen Faktoren, die Kanadas wirtschaftliche Lage beeinflussen werden, kommt dem Regierungswechsel in Washington die größte Bedeutung zu. Vor allem wegen des Freihandelsabkommens zwischen Kanada, Mexiko und den USA ist die Zollpolitik der Knackpunkt. Andererseits könnte Kanada von einem dynamischeren Wirtschaftswachstum beim Nachbarn profitieren, da die beiden Länder wirtschaftlich eng miteinander verflochten sind (gerade bei Rohstoffen und Industriegütern). Die Auswirkungen der Trumpschen Wirtschaftspolitik werden sich jedoch erst dann genauer beziffern lassen, wenn der neue Präsident konkrete Pläne vorgelegt hat.

Wie die kanadische Wirtschaft auf die Politik des nächsten US-Präsidenten reagieren wird, bleibt abzuwarten

Da die Inflation jetzt unter Kontrolle ist, aber die Lage am Arbeitsmarkt der Bank of Canada gewisse Sorgen bereitet, ist mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung zu rechnen. Bis Mitte 2025 dürfte die BoC den Leitzins von aktuell 3,75% auf 3,00% senken. Vor dem Hintergrund einer geldpolitischen Lockerung in Kanada und einer tragfähigen Wirtschaftspolitik in den USA, die den Zinssenkungsspielraum der Fed begrenzt, wird der kanadische Dollar wohl bis weit ins nächste Jahr hinein gegenüber dem US-Dollar in der Defensive bleiben. Da sich die kanadische Wirtschaft jedoch in einer besseren Verfassung befindet als die der Eurozone (BIP-Wachstumsprognose von 2,1% ggü. 0,9%) und die BoC voraussichtlich nicht so stark lockern wird wie die EZB, dürfte der Loonie gegenüber dem Euro die Oberhand behalten.

Loonie wird voraussichtlich gegenüber Greenback nachlassen, jedoch gegenüber Euro zulegen

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

Skandinavien: Riksbank lockert zügig – Norges Bank wohl erst in Q1-2025

Der für die schwedische Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) zeigt sich zwar recht schwankungsfähig, er bleibt aber seit Juni unter der Zwei-Prozentzielmarke und damit im Wohlfühlbereich der Riksbank. Schweden befindet sich in einer leichten Rezession. Das BIP ist im zweiten Quartal 2024 um 0,3% und im dritten Quartal um 0,1% (jeweils Q/Q) gesunken. Wir erwarten zwar, dass sich nach dem Amtsantritt Trumps politische und wirtschaftliche Rahmenbedingungen verändern, insbesondere mehr Protektionismus, wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass Schwedens Wirtschaft aufgrund der realen Einkommenszuwächse der privaten Haushalte, einer unterstützenden Finanz- und Geldpolitik sowie einer verbesserten Binnen- und Auslandsnachfrage an Fahrt gewinnen wird und 2025 um 2,4% wachsen sollte. Die Talsohle auf dem Arbeitsmarkt ist wohl erreicht. Die Arbeitslosenquote stieg im dritten Quartal auf 8,5% und lag damit um 0,7 Prozentpunkte höher als vor einem Jahr. Die schwedische CPIF-Inflation zog im Oktober mit 1,5% im Jahresvergleich leicht an, lag aber immer noch unter dem Zielwert der Zentralbank. Die Kerninflation legte geringfügig auf 2,1 % im Jahresvergleich zu. Nach kumulativen Zinssenkungen von 125 Basispunkten seit Mai, gehen wir davon aus, dass die Riksbank den Leitzins im Dezember und im ersten Halbjahr 2025 um weitere 50 Basispunkte auf 2,25% senken wird. Die Riksbank legt nun mehr Gewicht auf die Wachstumsrisiken – nicht zuletzt aufgrund des US-Wahlausgangs.

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben weiterhin schwierig. Zumal der Währungsraum durch die mittlerweile deutlich negativen Renditeaufschläge zur Eurozone wenig Anziehungskraft besitzt. Zwei- bis zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren derzeit mit einem Abschlag von 24 bis 35 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen. Auch die von der Riksbank angekündigten Leitzinssenkungen sprechen nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass sich der CPIF-Index auf dem aktuell niedrigen Niveau stabilisieren sollte und das Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr stärker (2,4% J/J) ausfällt. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,30 SEK.

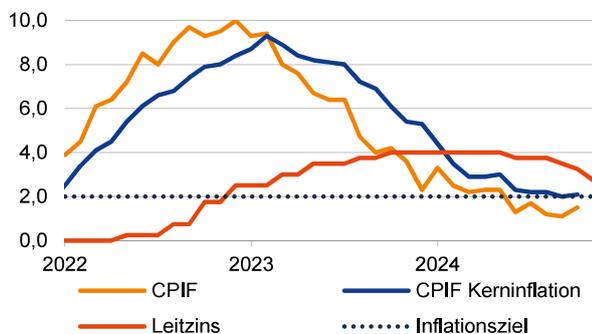
Inflation seit Juni unter dem Zielwert von 2%

Wirtschaftlicher Ausblick freundlicher

Bereits vier Leitzinssenkungen seit Mai, zwei weitere dürften noch folgen

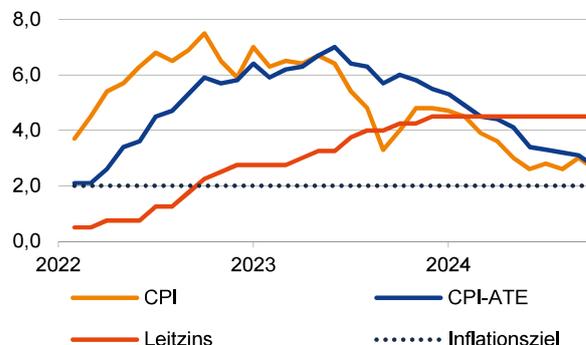
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,30 SEK erwartet

SCHWEDEN: INFLATIONSZIEL ERREICHT – RIKSBANK KANN WEITER LOCKERN
IN PROZENT



Quelle: LSEG, DZ BANK

NORWEGEN: NORGES BANK HÄLT 2024 INNE – ERSTE SENKUNG IM ERSTEN QUARTAL 2025 ERWARTET
IN PROZENT



Quelle: LSEG, DZ BANK

Die Norges Bank hat bei ihrem Treffen Anfang des Monats erneut den Leitzins unverändert bei 4,5% belassen und bekräftigte, dass sie auch im Dezember mit einer Pause rechnet. Die Entscheidung der Bank, ihren Leitzins unverändert zu belassen, kam nicht überraschend. Wir erwarteten zwar, dass man die Tür für eine Zinssenkung bei der nächsten Sitzung im Dezember öffnen würde, aber in diesem Fall entschieden sich die geldpolitischen Entscheidungsträger dagegen. Die Inflationsdaten für Oktober setzen eine lange Serie fort, in der die Kernpreise langsamer steigen als von der Norges Bank erwartet. Die Jahresrate des CPI-ATE Inflationsindex gab auf 2,7% nach, nach noch 3,1% im September. Es ist somit sehr wahrscheinlich, dass im ersten Quartal nächsten Jahres mit Leitzinssenkungen begonnen wird. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen entsprechend dem Projektionspfad der Norges Bank gesenkt werden, dies würde auf Sicht von zwölf Monaten eine Senkung um 75 Basispunkte auf 3,75% bedeuten.

Das Zögern der geldpolitischen Entscheidungsträger, mit den Kürzungen zu beginnen, ist in erster Linie auf den schwachen Wechselkurs zurückzuführen. Da Norwegen eine kleine, offene Volkswirtschaft ist, spielt der Wechselkurs für die Inflation dort eine größere Rolle als in den meisten anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Krone hat in den letzten Jahren deutlich an Wert verloren und nach der US-Wahl gegenüber dem Greenback weiter an Boden eingebüßt. Die Krone könnte zwar gegenüber dem US-Dollar weiter fallen, wenn Donald Trump seine politische Agenda umsetzt, die er im Wahlkampf angekündigt hat, aber wenn die EZB die Zinssätze entsprechend unserer Prognosen weiter senkt, würde dies der Krone gegenüber dem Euro eine gewisse Unterstützung bieten. Die Krone dürfte, durch die sich abzeichnende Leitzinswende kaum unter Druck kommen, da die Norges Bank sehr vorsichtig agiert und den Markt auf diesen Schritt gut vorbereitet hat. Zudem wird Norwegens Währung durch attraktive Renditeaufschläge – im Durchschnitt 157 Basispunkte auf Bundesanleihen – und stabil erwarteten Rohölpreisen gestützt. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,50 NOK.

Norges Bank belässt den Leitzins 2024 wohl unverändert bei 4,5%

Kerninflation erneut unter den Prognosen der Norges Bank

Leitzinswende zeichnet sich ab – Krone dennoch gut unterstützt

EUR-NOK-Notierungen auf Jahresfrist bei 11,50 NOK erwartet

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

SCHWELLENLÄNDER

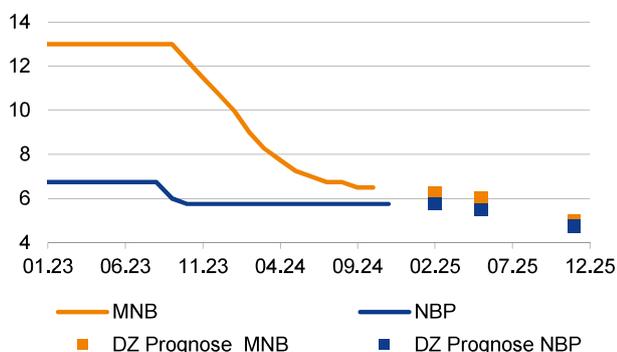
Osteuropa: Globale Vorgaben und nationale Leitzinsentscheidungen im Blick

Die Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und die damit verbundenen Markterwartungen (höhere US-Zinsen, festerer USD, US-Importzölle, konjunkturelle Belastung Deutschland/EWU) haben auch die CE3-Währungen zum Teil spürbar verunsichert. Hinzu kamen verschärfte geopolitische Risiken. Während sich allerdings die Verluste beim polnischen Zloty und der tschechischen Krone unter diesen Vorzeichen bislang in Grenzen halten, sieht sich der ungarische Forint gegenüber dem Euro hingegen mit deutlicheren Kursverlusten konfrontiert. Belastend wirkt sich beim Forint aus, dass er nicht nur mit den verschlechterten globalen Rahmenbedingungen zurechtkommen muss. Vielmehr machen ihm seit längerem auch noch zahlreiche nationale Probleme zu schaffen. Neben konjunkturellen und fiskalischen Sorgen ist in diesem Zusammenhang auch der anhaltende politische Konflikt mit Brüssel und damit verbunden die Einbehaltung von EU-Geldern zu nennen. Hinzu kommt der Streit zwischen der Orban-Regierung und der ungarischen Notenbank in der Frage nach der angemessenen geldpolitischen Gangart. Unserer Einschätzung zufolge dürften die eben genannten nationalen Probleme der ungarischen Landeswährung auch im kommenden Jahr weiterhin das Leben zusätzlich erschweren, so dass sie den im CE3-Vergleich schwersten Stand haben sollte. (Siehe hierzu auch: [CE3: Revidierte FX-Prognosen – Die Risiken mehren sich](#)).

Globale Rahmenbedingungen haben sich aus CE3-Sicht eingetrübt

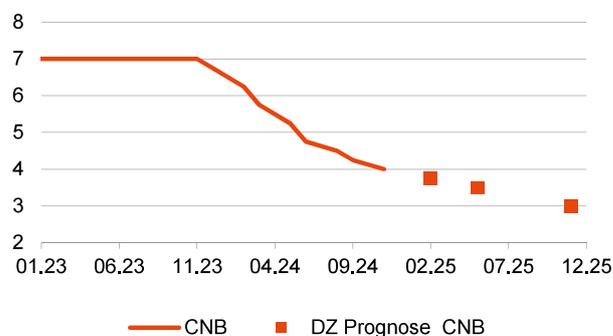
HUF sieht sich zudem mit Vielzahl von nationalen Problemen konfrontiert

GELDPOLITISCHE ZURÜCKHALTUNG AUF DEM VORMARSCH
NATIONALE LEITZINSENTWICKLUNGEN UND DZ BANK PROGNOSE, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEGT AUCH DIE CNB IM DEZEMBER EINE PAUSE IN IHREM LEITZINSSENKUNGSZYKLUS EIN?
NATIONALE LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSE, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Neben den globalen Vorgaben dürften zum Ausklang des Jahres besonders die noch anstehenden nationalen Leitzinsentscheidungen bzw. die entsprechenden Ausblicke Impulse auf die CE3-Währungen ausüben.

Hierbei rückt zunächst die polnische Zentralbank (NBP) in den Fokus, welche am 4. Dezember zum letzten Mal in diesem Jahr eine offizielle geldpolitische Entscheidung verkündet. Alles andere als ein weiterhin unverändertes Leitzinsniveau (5,75%) wäre eine faustdicke Überraschung. Mehr Beachtung verdient die geldpolitische Erklärung sowie die Einschätzung von NBP-Chef Glapinski bei der für den Folgetag angesetzten Pressekonferenz. Thematisiert die Notenbank erneut die Inflationsrisiken und bekräftigt der oberste Währungshüter seine Einschätzung, wonach erst ab März über Leitzinssenkungen diskutiert werden könnte, so dürfte sie den Zloty zwar nicht auf dem falschen Fuß erwischen. Nachhaltige Aufwärtimpulse

Nationale Geldpolitik von Bedeutung

NBP sollte mit weiterhin unverändertem Leitzinsniveau ins neue Jahr starten

sollte er jedoch von der Bekräftigung dieser seit längerem bekannten Haltung auch nicht erfahren.

Am 17. Dezember beenden dann die ungarischen Währungshüter das Jahr geldpolitisch. Angesichts der zuletzt von der dortigen Notenbank (MNB) attestierten geopolitischen Spannungen, dem Risk-Off Sentiment des Marktes sowie den ausgemachten Inflationsrisiken dürfte die Zentralbank in Budapest ein weiteres Mal in ihrem Leitzinssenkungszyklus pausieren und den Leitzins ebenfalls unverändert belassen (6,50%). Auch die ausgeprägte HUF-Schwäche und die Sorgen vor einer weiterhin zu expansiven Fiskalpolitik dürften die MNB zu dem erneuten geldpolitischen Abwarten veranlassen. Bekräftigt MNB-Vize Virag im Nachgang der Leitzinsentscheidung die Aussicht auf eine längere Pause im Senkungszyklus, so dürfte dies die ungarische Landeswährung allerdings kaum noch hinter dem Ofen vorlocken. Um dem angeschlagenen Forint nennenswert Rückenwind zu verleihen, müsste es innerhalb des MNB-Gremiums zumindest Diskussionen über eine Leitzinsanhebung geben. Da dies, wie bereits im vergangenen Monat, u.a. aufgrund der verhaltenen Konjunkturentwicklung des Landes unwahrscheinlich erscheint, gestehen wir dem Forint im Umfeld dieser Zinssitzung ebenfalls kein nennenswertes Aufwärtspotenzial zu.

MNB dürfte erneut längere Pause im Leitzinssenkungszyklus in Aussicht stellen

Zu guter Letzt findet am 19. Dezember noch die Zinsentscheidung der Währungshüter in Prag statt. Diese verspricht am spannendsten zu werden. So hat die tschechische Zentralbank (CNB) den Leitzins zwar bei ihrer letzten Sitzung Anfang November um weitere 25 Bp gesenkt. Allerdings brachte die Mitschrift zu dieser Sitzung spürbare Inflationsorgen der Währungshüter zu Tage, welche nach Ansicht der geldpolitischen Vertreter eine restriktive Geldpolitik rechtfertigten. Sorgen bereiten den Zentralbankern hierbei der anhaltende Preisdruck bei Dienstleistungen, die schwächere Krone und der Anstieg der Immobilienpreise. CNB-Chef Michl machte in diesem Zusammenhang deutlich, dass die Währungshüter bei künftigen geldpolitischen Lockerungen große Vorsicht walten lassen und den Leitzinssenkungsprozess gegebenenfalls unterbrechen müssen. Die Frage, die nun im Raum steht, ist, ob auch die CNB als letzte der CE3-Notenbanken Ende des Jahres auf eine abwartende Haltung einschwenken wird. Eine wichtige Rolle dürften hierbei die Inflationszahlen für November spielen, die am 10. Dezember veröffentlicht werden. Die tschechische Krone betrifft dürfte ein geldpolitisches Innehalten begrüßen.

Pausiert nun auch die CNB?

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

Türkei & Südafrika: Zinssenkungen voraus

Die türkische Notenbank (TCMB) hat den Leitzins (One-Week Repo Rate) wie mehrheitlich erwartet in der vergangenen Woche erneut unverändert bei 50% belassen. Zugleich konnten Änderungen in der Tonspur der geldpolitischen Erklärung ausgemacht werden, welche marktseitig als Hinweis gewertet wurden, dass eine erste Leitzinssenkung nun zeitnah bevorstehen dürfte. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere türkische Leitzinsprognose revidiert und rechnen jetzt damit, dass die TCMB den Leitzins bereits auf Sicht von drei Monaten um insgesamt 500 Bp gesenkt haben sollte. Bislang sind wir in diesem Zeithorizont noch von einem unveränderten Leitzinsniveau ausgegangen. Die nun auf kurze Sicht prognostizierten Leitzinssenkungen dürften in zwei Schritten von je 250 Bp erfolgen. Hierbei gilt es zu beachten, dass ein 250 Bp-Schritt für türkische Verhältnisse

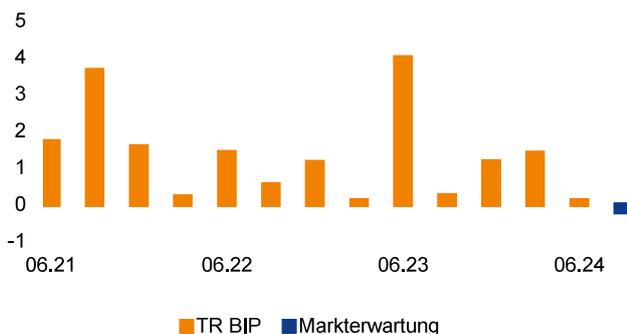
TCMB: Zeitnahe Leitzinssenkung erwartet

moderat ist, was unsere Einschätzung unterstreicht, dass die TCMB die Leitzinsen überaus besonnen senken sollte. Ein umsichtiger Lockerungskurs erscheint unserer Ansicht nach geboten, da der Disinflationprozess zwar 2025 voranschreiten dürfte, die Teuerung jedoch gemessen am Inflationsziel der TCMB von 5% (J/J) immer noch viel zu hoch ausfallen sollte. Ob die erste Leitzinssenkung bereits bei der nächsten Sitzung am 26. Dezember erfolgen wird oder erst zu Beginn des neuen Jahres dürfte maßgeblich von den türkischen Inflationszahlen für November abhängen, die am 3. Dezember veröffentlicht werden.

Dass die Währungshüter bestrebt sind, die Leitzinsen eher früher als später zu senken, könnte zudem konjunkturellen Argumenten geschuldet sein. So hinterlässt die restriktive Geldpolitik mittlerweile deutliche Spuren in der türkischen Wirtschaft. Dies dürften auch die Wachstumszahlen für das dritte Quartal deutlich machen, welche am 29. November veröffentlicht werden und mit einem marktseitig erwarteten Minus von 0,2% (J/J) deutlich machen sollten, dass die konjunkturelle Abkühlung gegenüber dem Vorquartal weiter Fahrt aufgenommen hat. Diese Entwicklung dürfte auch Staatspräsident Erdogan, bekanntermaßen ein Verfechter niedriger Zinsen, ein Dorn im Auge sein. Interessant ist, dass er sich Anfang des Monats nach längerer Zeit der verbalen Abstinenz erstmals wieder öffentlich zu diesem Thema geäußert hat („Inflation fällt zusammen mit den Zinsen“). Marktseitig schürte diese Äußerung die Sorge vor einer übereilten Leitzinssenkung. Zudem könnte mit dieser Wortmeldung auch die allgemeine Furcht verbunden sein, dass die Politik die TCMB unter Umständen wieder an die kurze Leine nehmen könnte, was für die Lira bekanntermaßen fatal wäre.

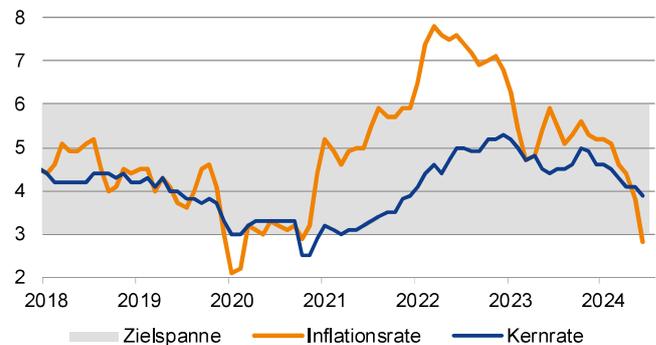
Türkische BIP-Daten für Q3: Konjunkturelle Abkühlung gewinnt weiter an Dynamik

**TÜRKISCHES WACHSTUM: RESTRIKTIVES LEITZINSNIVEAU BREMST
MITTLERWEILE SPÜRBAR**
QUARTALSWERTE IN %, Q/Q



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**PREISZAHLEN IN SÜDAFRIKA SIGNALISIEREN WEITERE
ZINSSENKUNGEN**
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Die Ratingagentur S&P überraschte Südafrika und die Finanzmärkte mit einem positiven Ratingausblick. Damit kann das Land im kommenden Jahr auf eine Heraufstufung von der aktuellen Bewertung von „BB-“ hoffen, was auch der Währung helfen würde. Allerdings sind hierfür noch einige Hürden zu überwinden. So muss die breite Regierungskoalition die Rahmenbedingungen für ein verbessertes Wachstumsumfeld schaffen. Dies ist notwendig, um die Arbeitslosenquote von ihrem hohen Sockel (zuletzt 32,1%) zu drücken. Zumindest läuft bereits seit März die Stromversorgung wieder unterbrechungsfrei, die zuvor immer wieder aussetzte und die Wirtschaft lahmlegte. Damit sollten im kommenden Jahr Wachstumsraten im Bereich von 2% (J/J) gelingen. Dynamisch ist dies nicht, aber eine Beschleunigung gegenüber dem schon vor dem Coroneinbruch nur anämischen Wachstumszahlen. Aufgefallen sind zuletzt aber vor allem die Preiszahlen. Im Oktober rutschte die Inflationsrate mit

Positive Nachrichten aus Südafrika

2,8% (J/J) unter die Zielspanne von 3% bis 6% und auch die Kernrate tendiert mit zuletzt 3,9% seit geraumer Zeit abwärts. Die aktuelle Preisentwicklung erleichtert es Notenbankgouverneur Kganyago seine schon länger vorgebrachte Forderung nach einer Absenkung der Zielspanne zu wiederholen. Aus der Politik kommt hierzu jedoch bisher wenig Unterstützung. Der für die Festlegung zuständige Finanzminister Godongwana zeigte sich zuletzt noch nicht überzeugt von dem Vorhaben und sagte, dass bis zu seiner Haushaltsrede im Februar noch keine Entscheidung getroffen werde. Allzulange sollte mit einer solchen Entscheidung jedoch nicht gewartet werden, stellt sich das Umfeld doch derzeit günstig dar und in den ersten Monaten des kommenden Jahres dürfte die Inflationsrate wieder langsam steigen. Ein mögliches Muster für eine Anpassung der Zielspanne könnte Brasilien sein. Hier wurde das Inflationsziel über einen längeren Zeitraum jährlich um 0,25% nach unten geschleust. Bei einer so langsamen Anpassung muss sich auch die Geldpolitik nicht abrupt neuorientieren. Zuletzt hatte die South African Reserve Bank ihren Leitzins das zweite Mal in Folge um 25 Bp auf nunmehr 7,75% gesenkt. In diesem Jahr steht keine Zinsentscheidung mehr auf dem Kalender. In 2025 sollte sich der langsame Lockerungsprozess dann fortsetzen, bis zur Jahresmitte ein Leitzins von 7,0% erreicht wird.

Nach der US-Präsidentschaftswahl gehörte der Rand zeitweise zu den schwächsten Währungen, was insofern überrascht, da das Land nicht zu den von Donald Trump herausgehobenen handelspolitischen Gegnern gehört. Mit der stark Rohstoff lastigen Außenwirtschaft ist Südafrika jedoch von der Nachfrage aus China abhängig und damit davon, wie das Wachstum Chinas auf eine Verschärfung des Handelskonflikts mit den USA reagiert. Entsprechend besteht bei den Wirtschaftsdaten eine hohe Prognoseunsicherheit, die auch beim Rand für einige Bewegung sorgen könnte. In diesem Jahr profitierte der Rand zwar von der Rekordjagd beim Goldpreis, hier kam es unmittelbar nach der US-Wahl aber zu einem Rücksetzer, der auch auf den Rand durchschlug. Grundsätzlich sind wir weiterhin optimistisch für den Goldpreis was dem Rand ebenfalls helfen sollte. Allerdings war auch bereits in diesem Jahr die Preisentwicklung bei anderen für Südafrika wichtigen Rohstoffen (Platin-Gruppe, Eisenerz) weniger günstig.

Ein unsicheres Jahr steht auch für Südafrika bevor

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

China: Ein Jahr voller Herausforderungen – und ein hochpolitischer Yuan

Die Vorzeichen für China und seine Währung könnten für das kommende Jahr kaum schlechter sein. Die Immobilienkrise im Inland ist trotz zahlreicher staatlicher Hilfen noch immer ungelöst; die Deflationsgefahr bleibt allgegenwärtig und schreit geradezu nach monetärer Lockerung; die Impulse für den Außenhandel durch Pekings Exportoffensive und die aggressiven Subventionen lassen nach und über allem schwebt die unkalkulierbare Belastung durch die neue US-Regierung und deren handels- sowie sicherheitspolitischen Kurs (Taiwan).

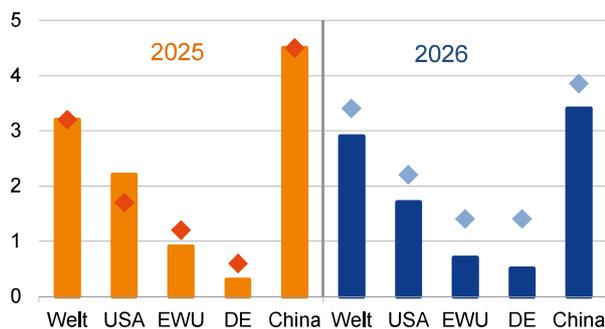
Belastungsfaktoren häufen sich

Die US-Zollpolitik wirkt auch indirekt auf Chinas Wachstumsausblick. Nicht nur über den bilateralen Schlagabtausch USA vs. China, auch durch die Wachstumseinbußen bei den anderen US-Handelspartnern, deren Nachfrage nach chinesischen Exporten sinken dürfte. Wir rechnen ab Mitte 2025 mit Zollerhöhungen in unterschiedlichem Ausmaß: Grundsätzlich soll ein Basiszoll von 10% auf alle US-Importe erhoben werden; speziell gegenüber China dürfte der (durchschnittliche) Importzoll auf 40%

Zölle als Drohkulisse für Verhandlungen; kann Musk deeskalieren?

steigen. Dieser hohe Satz wäre dennoch als Erleichterung gegenüber der Maximaldrohung aus dem Wahlkampf zu werten (WTO-Meistbegünstigten-Status). Trumps jüngste Ankündigung, als eine der ersten Amtshandlungen die Abgaben für Importe aus China um 10% erhöhen zu wollen, sollte als Verhandlungsaufakt gesehen werden, bis zur tatsächlichen Umsetzung der Zollerhöhungen dürften noch Monate vergehen. Ein rettender Strohhalm könnte in der Personalie Musk liegen, der aufgrund seiner guten Beziehungen zu China und seines engen Verhältnisses zu Trump deeskalierend wirken sollte.

US-ZÖLLE BELASTEN CHINAS AUSBLICK - DIREKT UND INDIREKT
BIP, IN % (J/J), RAUTE = PROGNOSE OHNE TRUMP



Quelle: DZ BANK

USD-CNY IST NICHT ALLES – EFFEKTIV HAT DER YUAN SEIT DER
US-WAHL SOGAR AUFGEWERTET
HANDELSGEWICHTETER CNY-INDEX



Quelle: LSEG, CFETS, DZ BANK

Es gibt zahlreiche Argumente, die 2025 für eine massive Yuan-Abwertung sprechen würden. Mit unserer USD-CNY-Prognose von 7,75 CNY (+12M) tragen wir dem aber nur zum Teil Rechnung; das unterstellte USD-Plus um „nur“ 7% ist im oberen Feld unseres Prognoseuniversums, aber nicht der Spitzenreiter. Beim letzten Zollstreit mit den USA hatte China seine Währung so stark abwerten lassen, dass der Wechselkurs den Preiseffekt der Zollerhöhung praktisch kompensiert hatte. Bei einem diesmal zu erwartenden US-Sonderzoll von 40% wäre diese Praxis kaum umsetzbar, ohne Chinas Finanzstabilität zu gefährden. Der Perspektivenwechsel weg von USD-CNY und der omnipräsenten USD-Stärke relativiert die unterstellte Yuan-Abwertung noch weiter: Zum Euro sind es knapp 3% (+12M); handelsgewichtet hat Chinas Währung zuletzt (aufgrund der der Schwäche anderer asiatischer Währungen) sogar aufgewertet! Insofern ist unsere USD-CNY-Prognose als durchaus defensiv zu verstehen.

Yuan-Schwäche nicht so stark wie sie sein könnte

Die zentrale Frage für das kommende Jahr wird nicht sein, ob Chinas Währungs-offizielle die fundamental völlig gerechtfertigte Yuan Abwertung verhindern *können*, sondern, wie weit sie das *wollen*. Wir unterstellen eine stetige, aber geregelte Yuan-Schwäche, da sich Peking einem übermäßigen Abwertungsdruck des Marktes immer wieder entgegenstellen sollte. Zusätzlich zu den bereits heute praktizierten Stützungskäufen durch die staatlichen Geschäftsbanken denken wir an feine Nadelstiche wie PBoC-Liquiditätsoperationen am Offshore-CNH-Markt bis hin zu de-facto Kapitalverkehrskontrollen. Auch im Jahr 2016 musste sich China gegen eine Abwertungsspirale zur Wehr setzen. Damals gab es diverse Einschränkungen bei der Kapitalmobilität (Dividendenzahlungen, unternehmensinterne Darlehen, grenzüberschreitendes Cash-Pooling, restriktive Prüfung von Auslandsüberweisungen, ... um nur einige Beispiele zu nennen.) Diese Optionen könnten zwar die Yuan-Schwäche 2025 bremsen, bedeuten aber eine zusätzliche Unsicherheit für ausländische CNY-Investoren.

Kapitalverkehrskontrollen = Risiko jenseits von CNY-Schwäche

Die ersten Monate nach dem US-Regierungswechsel sollten noch von einer überraschend gemäßigten USD-CNY-Entwicklung geprägt sein. Trotz des Gepolters im Wahlkampf könnte sich die Trump-Administration zunächst noch auf Verhandlungen konzentrieren, bevor dann später die dicke Zoll-Keule ausgepackt wird. Vorzieheffekte bei den Exporten in die USA versprechen China zudem eine konjunkturell solide erste Jahreshälfte, bevor der große Zollschock einsetzt. Solange die diplomatischen Gespräche laufen, wäre eine Yuan-Abwertung als mutmaßliche Instrumentalisierung der Währung ein denkbar schlechtes Signal. Je mehr der Zölle in Kraft treten, desto hinfalliger wird dieses Motiv zur währungspolitischen Mäßigung. Was bleibt, sind die Angst vor einem Kontrollverlust und einer destabilisierenden CNY-Abwertungsspirale sowie der Reputationsverlust für die Internationalisierung des Renminbi. Insgesamt dürfte der Yuan 2025 zu einem politischen Spielball werden, wie er es lange nicht mehr war.

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

Politische Instrumentalisierung der Yuan-Abwertung wäre heikles Signal für Verhandlungen

Brasilien & Mexiko: Zittern in Mexiko

Die Banco Central do Brasil schwenkte auf einen ausgeprägten Zinserhöhungskurs um. War die erste Anhebung im September noch ein moderater Schritt um 25 Bp gewesen, erhöhte sie die Schrittweite Anfang November auf 50 Bp und deutete für die abschließende Sitzung des Jahres im Dezember einen weiteren Schritt in dieser Größe an. Mit einem Leitzins von dann 11,75% wird die Geldpolitik restriktiver werden. Die bisherigen Straffungen fielen dagegen nur etwas größer aus als der Anstieg der Inflationserwartungen. Auch Anfang kommenden Jahres sind weitere Zinsschritte bis auf 12,5% zu erwarten. Die brasilianische Notenbank ist aber auch bereit, zügig wieder in die andere Richtung zu gehen, wenn sich das Preisklima im weiteren Jahresverlauf 2025 wieder aufhellt.

Notenbank in Brasilien hebt Leitzins an

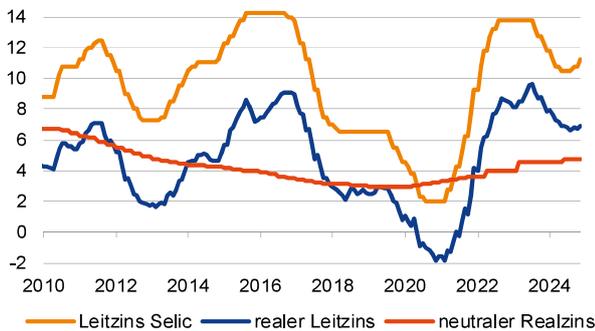
Eine straffere Geldpolitik lässt sich aktuell verkraften, da sich die brasilianische Konjunktur überraschend robust präsentiert. Vor allem die Verbraucher befinden sich in einer besseren Position als in den letzten Jahren. Die Arbeitslosenquote lag im September auf dem niedrigsten Stand seit 2013 und das Verbrauchervertrauen im Gegenzug auf dem höchsten Wert seit 2015. Die damals einsetzende scharfe Krise, die die Stimmung über ein Jahrzehnt lang gedrückt hatte, scheint nun überwunden zu sein. Dass sich dieses verbesserte Umfeld nicht in einen Wahlerfolg der Regierungsparteien bei den Kommunalwahlen niedergeschlagen hat, ist von außen betrachtet zwar etwas überraschend, aber unter anderem wohl den Kaufkraftverlusten der jüngsten Zeit zuzuschreiben. Der Unternehmenssektor ist ohnehin bereits seit einiger Zeit auf Expansion eingestellt, wie die stabil oberhalb der 50-Punkte-Schwelle liegenden Einkaufsmanagerindizes zeigen. Die weitere Straffung der Geldpolitik dürfte aber im kommenden Jahr wieder für eine Verlangsamung der Wirtschaftsdynamik sorgen.

Aktuell gute Wirtschaftsdaten sollten sich 2025 nicht fortsetzen

Auch für Brasilien sind die USA ein wichtiger Handelspartner, wichtiger aber ist, vor allem bei Rohstoffen, die Nachfrage aus China. Zudem ist die brasilianische Wirtschaft insgesamt eher binnenorientiert, sodass US-Zölle beherrschbar erscheinen. Ein sich massiv ausweiternder Handelskonflikt zwischen den USA und China könnte über einen Wachstumseinbruch in China auch Brasilien und den Real belasten. In Teilen kann Brasilien jedoch auch profitieren. So bedient sich China bei der Nachfrage nach Soja bevorzugt bei brasilianischen Lieferanten statt auf den US-Markt zu gehen. Einbußen beim Real sollten daher überschaubar bleiben.

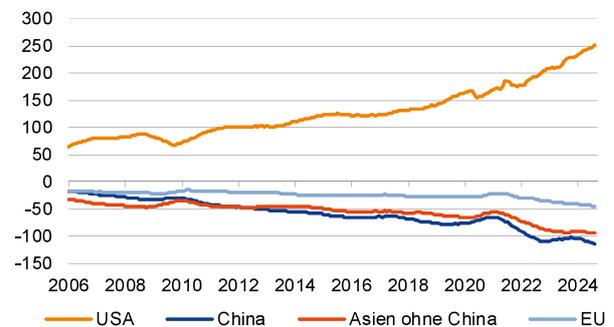
Belastungen durch Trump-Politik sind beherrschbar

GELDPOLITIK IN BRASILIEN WIRD NOCH RESTRIKTIVER IN %; REALER LEITZINS MIT PREISERWARTUNGEN 12M



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

MEXIKO ALS SPRUNGBRETT IN DIE USA DROHT UNGEMACH SALDO HANDELSBILANZ MEXIKO, 12-MONATSSUMME, MRD. USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Kaum ein Land schaut so gebannt auf die neue US-Regierung wie Mexiko. Über 80% der Exporte des Landes gehen in die USA und sind damit den Zollandrohungen der Trump-Regierung ausgesetzt. Im Wahlkampf hatte Trump besonders Unternehmen, die ihre Produktion nach Mexiko verlagern, mit hohen Zöllen gedroht. Wahlkampf ist jedoch das eine und die tatsächliche Politik etwas anderes. Die Hoffnungen in Mexiko resultieren aus der Erfahrung mit der ersten Amtszeit Trumps ab 2017, als er im Vorfeld seiner Wahl ebenfalls umfassende Drohungen ausgesprochen hatte, Mexiko anschließend aber mit einem blauen Auge davongekommen war. Das damalige Freihandelsabkommen (NAFTA) zwischen den USA, Mexiko und Kanada war unter Trump 1.0 neu verhandelt und umbenannt worden. Verschärft worden waren vor allem die Anforderungen, die erfüllt werden müssen, damit Güter unter die Zollfreiheit fallen können. Die Vereinbarungen sahen zudem eine Überprüfung für das Jahr 2026 vor, die nun ihre Schatten vorauswirft. Ob sich Trump allerdings an diesen Termin hält oder bereits früher aktiv wird, ist unsicher. Die jüngste Ankündigung Trumps einen Zoll von 25% auf alle Importe aus Mexiko (und Kanada) zu erheben, wäre ein Desaster, da der Produktionsprozess in den drei Ländern eng miteinander verwoben ist und viele Vorleistungen zum Teil mehrfach die Grenzen passieren. Damit gibt es auch bei US-Unternehmen ein großes Interesse an einem reibungslosen Außenhandel. Allenfalls Zölle auf einzelne Produkte erscheinen daher wahrscheinlich. Ein vollständiges Aussetzen des Freihandelsvertrages ist gleichwohl nicht ausgeschlossen, aber eher ein Risikoszenario. Vertreter Kanadas zeigten sich zuletzt sogar bereit, Mexiko gegebenenfalls ans Messer zu liefern, wenn dies der Preis dafür ist, dass der eigene Handel mit den USA weiterlaufen kann. Problematisch dürften für die US-Seite vor allem die Bestrebungen zahlreicher chinesischer Unternehmen sein, Mexiko als Sprungbrett für den US-Markt zu nutzen. China ist damit aber nicht allein, auch Europa und das übrige Asien nutzt den Standort Mexiko als Tor zu den USA, was sich in steigenden Handelsbilanzdefiziten gegenüber diesen Wirtschaftsräumen niederschlägt, während gleichzeitig der Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA steigt. Auch die Ankündigung von Trump, illegale Migranten in einem großen Umfang abschieben zu wollen, würde Mexiko besonders treffen. Ein Teil der Überweisungen aus den USA, die zuletzt mehr als 3% des BIP erreichten, würde bei umfangreichen Abschiebungen ausfallen.

Mexiko macht sich Sorgen vor der neuen US-Politik

Angesichts dieser unklaren Aussichten wäre eine verlässliche Politik im Lande umso notwendiger. Mit den verschiedenen Reformmaßnahmen, die abgeschlossen wurden (Justizreform) bzw. kurz vor der Verabschiedung stehen, gibt es aber auch hier Unsicherheitsfaktoren. Die Reformen sollten zwar die wirtschaftliche Entwicklung kurzfristig nicht beeinflussen, da sie aber überwiegend auf einen Abbau oder eine

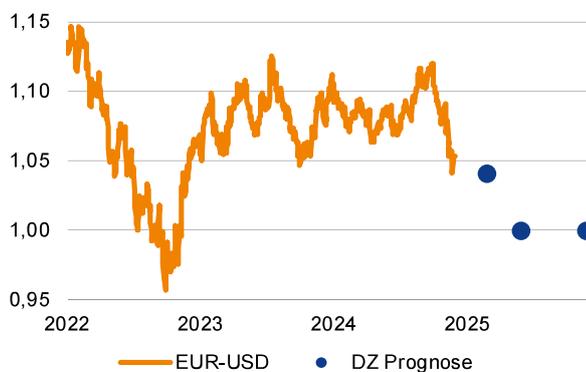
Auch die Politik in Mexiko sorgt nicht für Ruhe

Schwächung der Kontrollinstanzen für die (Wirtschafts-)Politik zielen, könnte die „Qualität“ der politischen Entscheidungen langfristig abnehmen, was bereits kurzfristig eine Stimmungsverschlechterung gegenüber der Währung bedeuten könnte. Auch wenn diese Aussichten den Peso bereits in den letzten Monaten geschwächt haben, dürfte die Währung vor einem schweren Jahr stehen und gegenüber dem Dollar ist eine Abwertung zu erwarten. Aufgrund der deutlich größeren Anfälligkeit der mexikanischen Wirtschaft dürfte der Peso auch zum Euro eher nachgeben. Aller anderen Faktoren spielen derzeit für die Währung eine eher untergeordnete Rolle. Dazu gehört auch die Geldpolitik, bei der die Banco de Mexico ihren schrittweisen Senkungskurs noch einige Zeit fortsetzen dürfte.

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

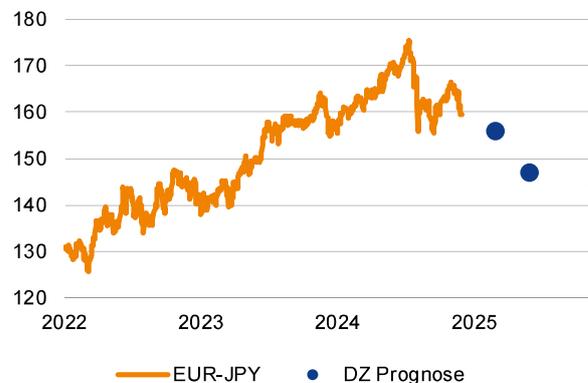
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



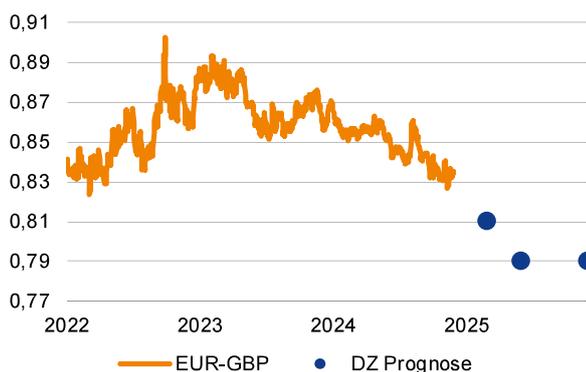
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



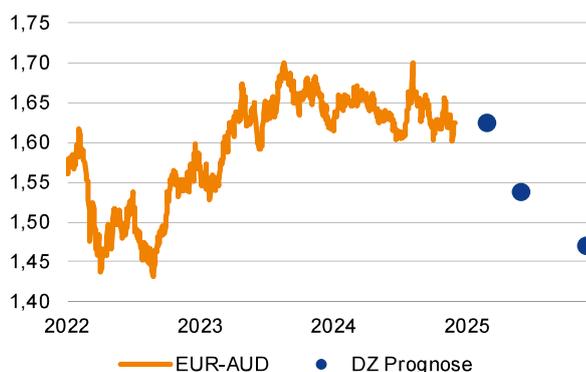
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



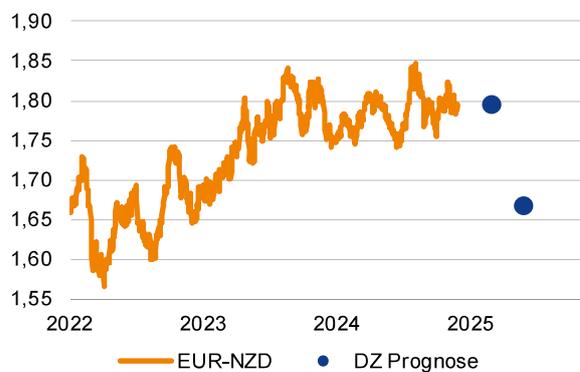
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



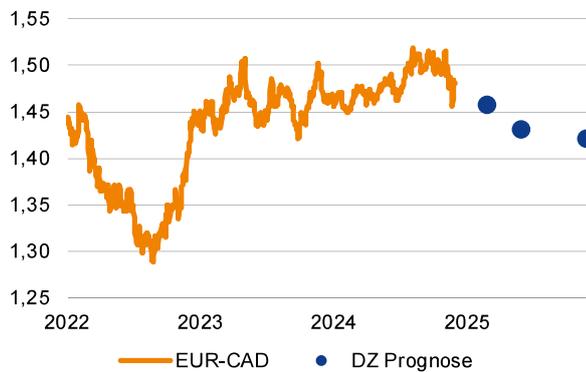
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



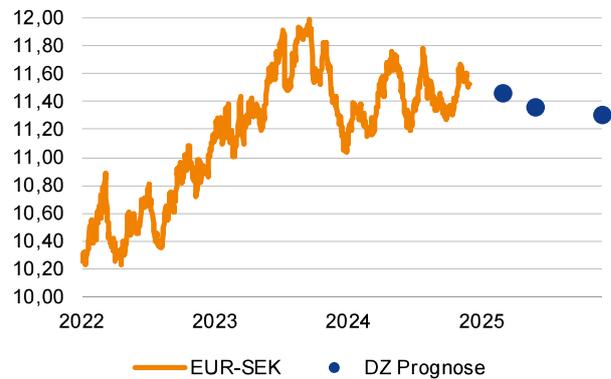
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



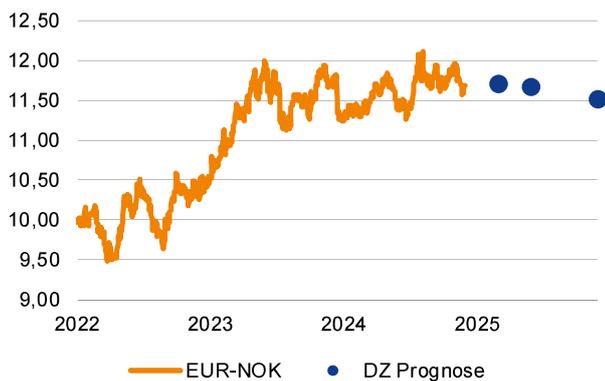
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



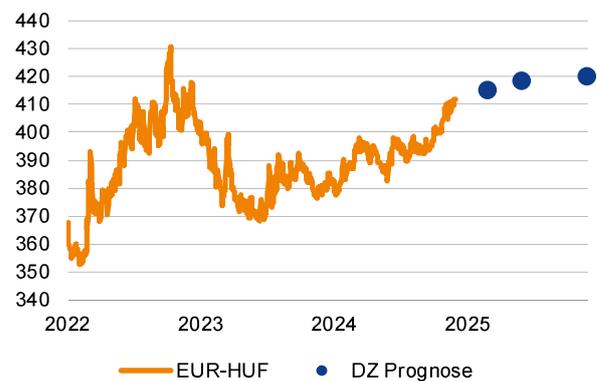
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



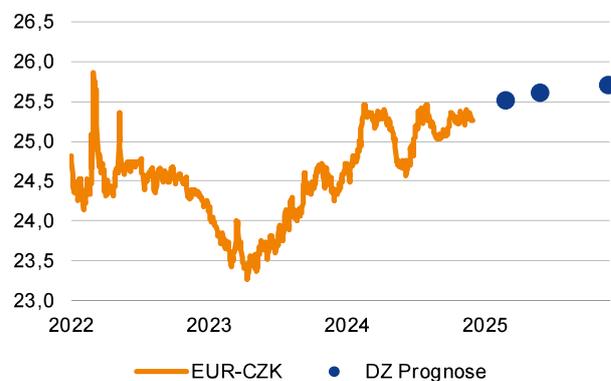
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



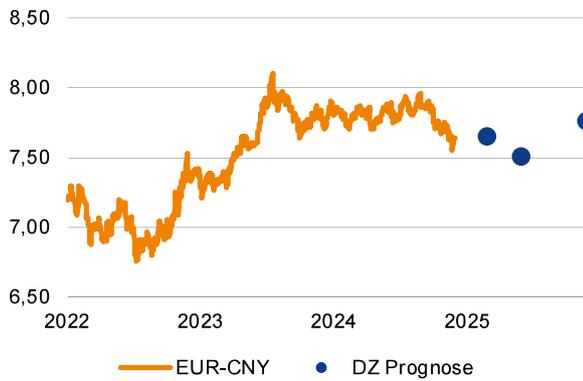
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



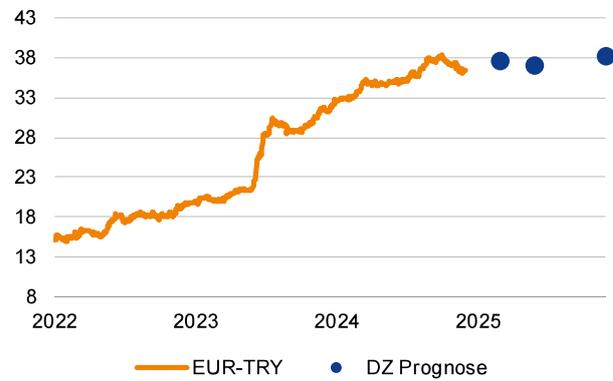
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



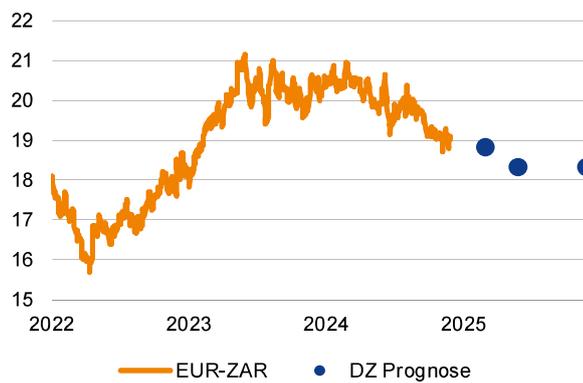
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



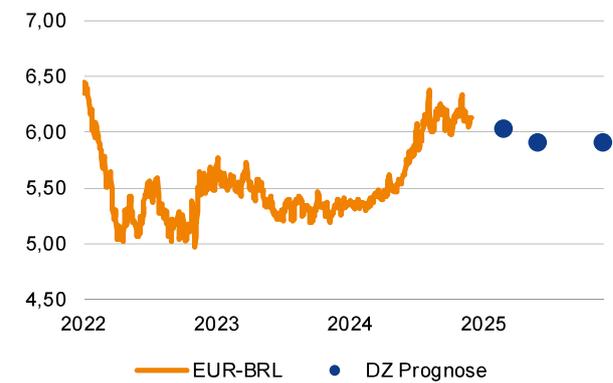
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

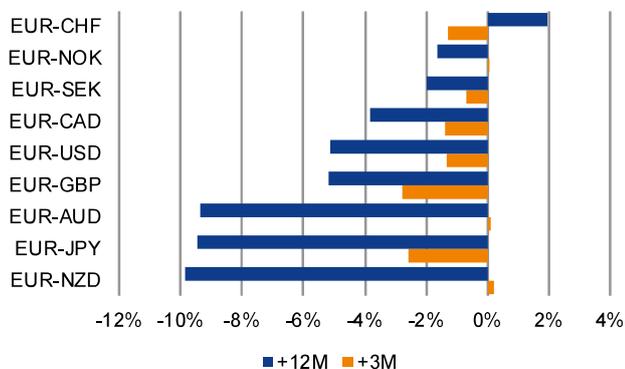
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

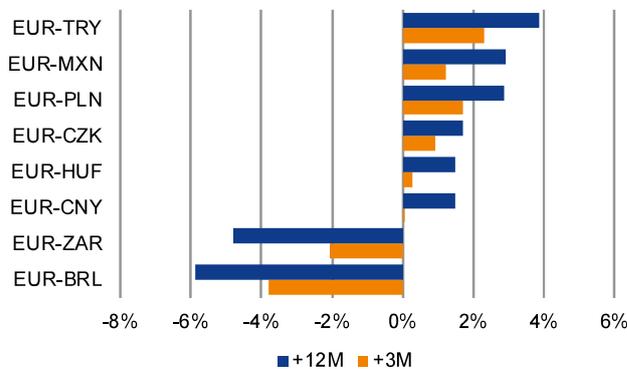
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,0539	1,04	1,00	1,00
EUR/GBP	0,8332	0,81	0,79	0,79
EUR/JPY	160,11	156	147	145
EUR/CHF	0,9318	0,92	0,93	0,95
EUR/AUD	1,6229	1,63	1,54	1,47
EUR/NZD	1,7897	1,79	1,67	1,61
EUR/CAD	1,4764	1,46	1,43	1,42
EUR/NOK	11,69	11,70	11,65	11,50
EUR/SEK	11,53	11,5	11,4	11,3
EUR/PLN	4,3072	4,38	4,40	4,43
EUR/CZK	25,27	25,5	25,6	25,7
EUR/HUF	413,9	415	418	420
EUR/TRY	36,59	37,4	37,0	38,0
EUR/ZAR	19,22	18,8	18,3	18,3
EUR/CNY	7,6388	7,64	7,50	7,75
EUR/BRL	6,2701	6,03	5,90	5,90
EUR/MXN	21,37	21,6	21,5	22,0

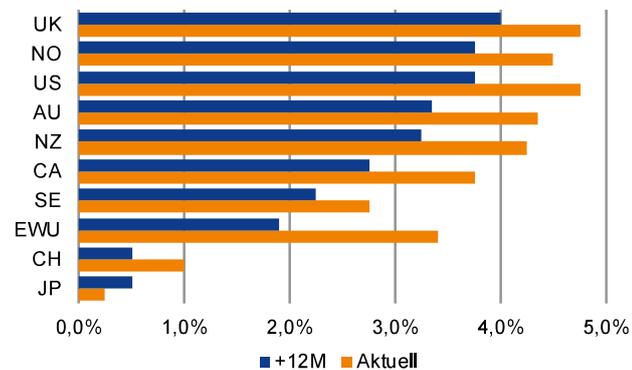
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0539	1,04	1,00	1,00
GBP/USD	1,2649	1,28	1,27	1,27
USD/JPY	151,92	150	147	145
USD/CHF	0,8841	0,88	0,93	0,95
AUD/USD	0,6494	0,64	0,65	0,68
NZD/USD	0,5889	0,58	0,60	0,62
USD/CAD	1,4009	1,40	1,43	1,42
USD/NOK	11,09	11,25	11,65	11,50
USD/SEK	10,94	11,0	11,4	11,3
USD/PLN	4,0869	4,21	4,40	4,43
USD/CZK	23,98	24,5	25,6	25,7
USD/HUF	392,8	399	418	420
USD/TRY	34,72	36,0	37,0	38,0
USD/ZAR	18,24	18,1	18,3	18,3
USD/CNY	7,2481	7,35	7,50	7,75
USD/BRL	5,9494	5,80	5,90	5,90
USD/MXN	20,28	20,8	21,5	22,0

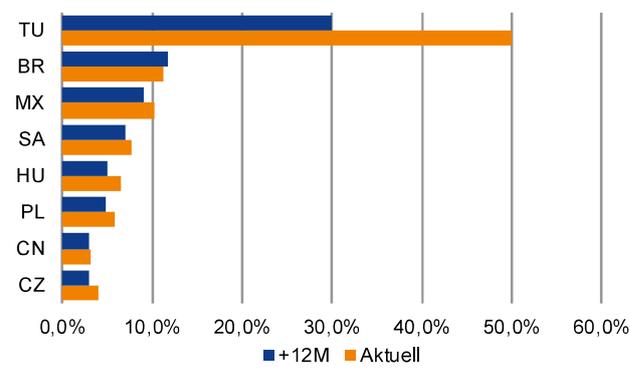
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,9	0,7	0,9	1,0	1,3	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,2	1,9	2,3	2,3	1,9	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-2,9	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,1	2,1	2,0				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	2,2	1,7	2,3	2,7	2,4	1,9
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	2,8	3,2	2,6	2,3	2,2	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,8	-8,3	-8,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,6	-3,9	-3,3				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,2	1,0	0,8	1,3	1,8	1,3	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,0	1,6	2,2	2,5	2,2	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,5	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,3	4,3	4,3				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	1,4	1,5	1,9	1,5	1,4	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,5	2,3	2,4	2,5	2,3	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-3,5	-2,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-2,9	-2,7				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,5	1,2	1,5	1,8	1,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	1,1	1,0	1,2	0,9	0,8	0,9	1,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	0,0	0,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,4	7,5	8,2				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	2,1	2,5	1,2	1,6	2,0	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	2,8	2,6	3,2	3,0	2,7	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,3	-1,3	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,8	-2,3				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,5	3,2	0,5	0,6	1,2	1,9
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,4	-3,1	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,4	-5,6	-6,3				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	2,1	1,9	2,0	2,2	2,3	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,3	2,4	1,9	2,6	2,0	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,6	-2,2	-1,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-1,2	-1,4				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	2,4	2,5	1,3	1,2	2,2	3,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	1,2	2,0	1,1	0,8	0,7	1,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,1	-1,2	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,1	4,7	4,2				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	0,6	1,0	1,8	1,7	0,6	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,0	1,9	2,4	2,3	1,8	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	13,4	8,5	4,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	16,6	13,9	10,4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2024	2025	2026	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	3,5	2,7	3,6	3,0	3,2	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	4,4	3,2	4,9	3,9	3,9	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,6	-5,8	-4,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,7	-0,4	-0,6				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	3,1	2,9	3,2	3,4	3,4	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,0	4,1	3,5	3,8	4,1	3,9	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-3,4	-2,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,8	1,4	0,8				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	3,0	3,4	1,8	2,1	2,7	3,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,4	2,1	1,9	2,9	2,6	2,3	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,5	-2,3	-1,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	0,4	0,0				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	1,9	2,2	1,5	0,8	1,5	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	60,0	30,7	18,3	46,8	37,4	32,0	28,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-2,7	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,2	-1,6	-1,3				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	2,0	2,0	1,4	1,9	2,0	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	4,2	4,5	3,6	3,8	4,0	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,4	-5,3	-5,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,1	-1,4	-1,8				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	3,4	5,0	4,8	5,1	4,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,4	1,5	1,8	0,7	1,1	1,5	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.)	3,2	1,8	1,2	4,1	3,3	2,0	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	4,3	4,5	3,5	4,7	4,4	4,5	4,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,2	-7,8	-7,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,4	-2,6	-2,7				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5	1,9	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	3,9	3,8	4,5	4,0	4,0	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-3,5	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-0,8	-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, 2024 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische 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 Investimentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainabilitys

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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