



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Weekly

USD-Vertrauenskrise – wie stark ist ausländisches Geld in den USA engagiert?

Die erratische Politik des US-Präsidenten hält die Welt weiter in Atem. Statt der traditionellen Umschichtungen im Auf und Ab eines Konjunkturzyklus werden derzeit die Grundpfeiler des US-Finanzsystems in Frage gestellt. Die **(latenten) Zweifel an der Sicherheit von US-Dollar und US-Assets waren wohl nie so groß wie heute.** Auch wenn wir keinesfalls mit einem Kollaps der US-Märkte rechnen, müssen wir uns für diesbezügliche Markt-Spekulationen wappnen. Um eine erste Idee für die Vulnerabilität der einzelnen Segmente zu erhalten, haben wir die wichtigsten Kennziffern zusammengetragen. [Follow the Money - dem Geld auf der Spur.](#)

Es steht außer Frage, dass die Folgen einer breiten Kapitalflucht fatal wären ... für beide Seiten. Ein limitierender Faktor ist und bleibt auf absehbare Zeit der Mangel an Anlagealternativen für das abgezogene Kapital: Trotz aller Systemzweifel ist der US-Markt der weltweit größte und letztlich alternativlos für die globale Investorengemeinschaft. **Rund 20% aller US-Wertpapiere sind in ausländischer Hand;** die Rolle dieser Anleger unterscheidet sich je nach Assetklasse: Am meisten Geld aus dem Ausland steckt im Aktienmarkt, der ausländische Aktienanteil ist aber nur der drittgrößte aller Marktsegmente. Die höchste prozentuale Beteiligung haben Ausländer am US-Staatsanleihemarkt, stark geprägt von USD-Währungsreserven. Hier die wichtigsten Zahlen zur **Rolle ausländischer Investoren im Überblick:**

- » US-Aktien: Bestand 17,8 Bio. USD, Anteil 19%
- » US-Staatsanleihen: Bestand 8,5 Bio. USD, Anteil 30%
- » US-Unternehmensanleihen: Bestand 4,6 Bio. USD, Anteil 29%
- » US-Agency Bonds: Bestand 1,4 Bio. USD, Anteil 11%.

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

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

WÄHRUNGEN

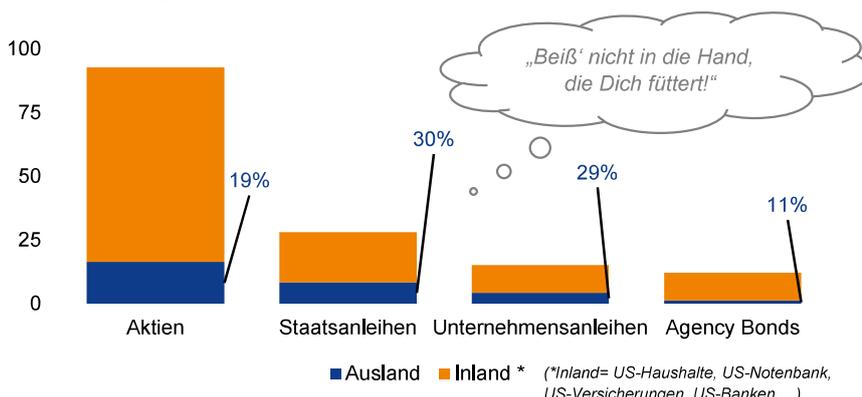
wöchentlich
Fertiggestellt:
28.4.2025 10:35 Uhr

INHALT

EUR-USD: 100 Tage Trump!	2
Japanischer Yen: BoJ hält Kurs im (Zoll-)Sturm	3
Britisches Pfund: Kommunalwahlen rücken die Politik in den Mittelpunkt	4
Kanadische Dollar: Kanada geht zur Wahl; der CAD blickt weiter auf die USA	4
Ungarischer Forint: Weiterhin unverändertes Leitzinsniveau erwartet	5
Brasilianischer Real: in guter Verfassung	6
Türkische Lira: Inflationsrisiken wieder gestiegen	7
Datenkalender Europa und USA	9
Wechselkursprognosen im Überblick	10
I. IMPRESSUM	11

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

Ausländische Investoren spielen wichtige Rolle – je nach Assetklasse unterschiedlich hoch
Bestand in Bio. USD und Marktanteil in %



Quelle: U.S. Treasury, DZ BANK

EUR-USD: 100 Tage Trump!

An diesem Mittwoch ist es einhundert Tage her, dass Donald Trump als Präsident vereidigt wurde. „100 Tage Trump“ ... oder auch: „**Wie ruiniere ich die wichtigste Währung der Welt in 100 Tagen?**“ Die Zwischenbilanz der ersten Wochen ist -wohlwollend formuliert- ernüchternd. Sowohl wirtschafts- als auch außenpolitisch hat Trump viel Porzellan zerschlagen. Der Zick-Zack-Kurs in der Zollpolitik ist nur die Spitze des Eisbergs einer Finanzpolitik, die die **Grundpfeiler der US-Finanzmärkte erschüttert**. Die große Vertrauenskrise des US-Dollars ist in aller Munde, und auch wir beschäftigen uns mit der Drohkulisse einer globalen Abkehr vom US-Dollar (siehe Top Story). Doch auch wenn die Kursverluste des Greenbacks in den letzten Wochen unübersehbar waren, sind sie nur ein **Bruchteil dessen, was uns drohen würde, wenn die USD-Lawine tatsächlich ins Rollen käme**. Trotz aller Zweifel ist das Ende der jahrzehntelangen USD-Vormachtstellung nicht in wenigen Wochen vollzogen. Oder wie Mark Twain einst gesagt haben soll: „*Die Nachrichten über meinen Tod sind stark übertrieben.*“

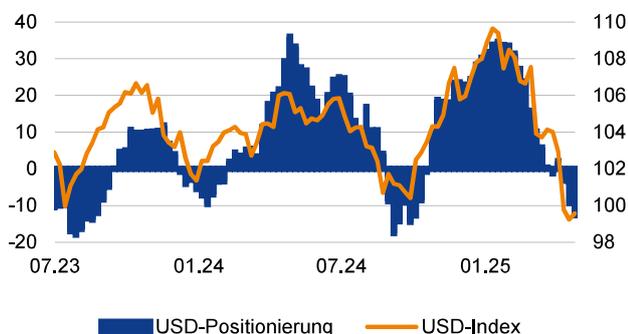
Ist das tatsächlich das Ende der Dollar-Dominanz?

Die neue Woche bietet reichlich Anlässe, die **grundsätzlichen USD-Zweifel zur Seite zu schieben und sich den kurzfristigen Einflussfaktoren zu widmen**. Den größten Hebel haben hier die möglichen Fortschritte bei der globalen Sicherheits- sowie Handelspolitik. Ist am Wochenende in Rom tatsächlich der Durchbruch bei den **Friedensverhandlungen für die Ukraine** gelungen? Auch die Rhetorik aus dem Weißen Haus in Sachen Zölle wirkt neuerdings entgegenkommend. Mit zahlreichen Ländern habe es gute Gespräche gegeben; sogar China wird positiv erwähnt. (Auch wenn die chinesische Seite gar nichts davon weiß, dass es überhaupt ranghohe Gespräche gab – ein Indiz dafür, dass es der US-Seite vielleicht nie um echte Verhandlungen ging, sondern darum, Trump als großen Dealmaker zu präsentieren.) Sogar der fatale Angriff auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank scheint vorerst abgeblasen. Ob wir diesem Frieden trauen können, wird sich zeigen müssen, aber offenbar bemüht sich die US-Administration derzeit um **Deeskalation auf allen Ebenen, was der US-Dollar wohlwollend zur Kenntnis nimmt**.

US-Administration bemüht sich um Deeskalation auf allen Ebenen

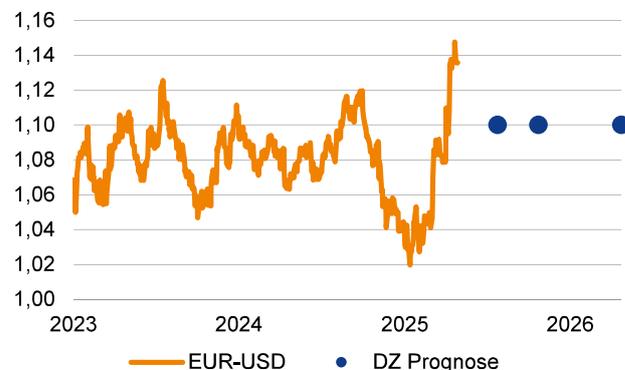
USD-Positionierung hat gedreht – aber Short-Positionen nicht annähernd so extrem wie die Stimmung

Spekulative USD-Engagements (aggregiert vs. EUR, JPY, GBP, CHF, AUD, CAD), in Mrd. USD (l. S) und USD-Index (r. S.)



Quelle: CFTC, DZ BANK

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auch der traditionelle **Datenkalender hat reichlich Highlights** zu bieten: Inflation aus Europa, BIP-Wachstums dies- und jenseits des Atlantiks, etliche Einkaufsmangerindizes und nicht zuletzt der große US-Arbeitsmarktbericht. Über allen

Datenkalender prall gefüllt: Inflation, Wachstum, PMIs, Arbeitsmarkt

Indikatoren schwebt die Frage: „Ist der Effekt der Zoll-Eskalation bereits **enthalten?**“ Naturgemäß spielt er bei den Frühindikatoren wie den PMIs oder dem Verbrauchervertrauen des Conference Board viel schneller eine Rolle als bei den „harten Daten“. Aber schon vor dem US Liberation Day im April gab es zahlreiche Einschnitte. Zollbedingt vorgezogene US-Importe und der Kauf hochwertiger Güter in den USA (insbesondere Autos) sind zwei gegenläufige Sondereffekte, die sich neutralisiert und zu einer Stagnation beim US-Wachstum im ersten Quartal geführt haben sollten. Auch die BIP-Daten aus den europäischen Ländern dürften uns nochmal Wachstum bescheren, bevor der große Zollschock einsetzt.

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

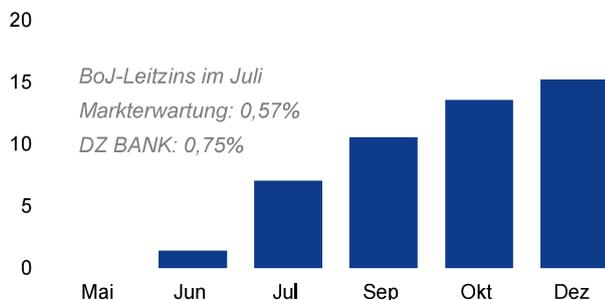
Japanischer Yen: BoJ hält Kurs im (Zoll-)Sturm

Das mit Spannung erwartete erste Treffen von US-Finanzminister Bessent und seinem japanischen Kollegen Kato verlief enttäuschend unspektakulär. Angeblich habe man das Thema gemeinsamer Wechselkurspolitik gar nicht angeschnitten, hieß es nach dem gerade einmal 50 Minuten dauernden Gespräch. Wer gerne zwischen den Zeilen liest, wird feststellen, dass es immerhin **keine frischen US-Vorwürfe bzgl. angeblicher Währungsmanipulation** gab. Auch dass Kato von einer **Fortsetzung des engen und konstruktiven Dialogs** sprach und Währungsfragen als Teil der laufenden Handelsgespräche betrachtet, spricht dafür, dass sich beide Parteien alle Optionen offen halten wollen. Optionen offen halten wird sich auch die **Bank von Japan bei ihrer Zinsentscheidung am Donnerstag**. Eine Zinserhöhung gilt als nahezu ausgeschlossen; spannend bleibt aber, wie deutlich die weiteren Straffungsambitionen kommuniziert werden. Die erratische US-Handelspolitik hat die BoJ-Entscheidung verkompliziert und die Markterwartungen des nächsten Schrittes in den späten Herbst verlagert, was uns zu zögerlich erscheint. Notenbankchef Ueda dürfte zwar am Donnerstag die hohe Unsicherheit betonen; die drohende Konjunkturabkühlung könnte er aber weniger scharf formulieren als der Optionsmarkt es derzeit eingepreist hat. **Je deutlicher Ueda die grundsätzliche Notwendigkeit weiterer Zinsschritte betont**, desto freudiger dürfte der Yen die nächste Woche beenden – und das diesmal nicht als erwachender Safe-Haven.

**BoJ-Sitzung: auch ohne Zins-
erhöhung mehr als ein Non-Event**

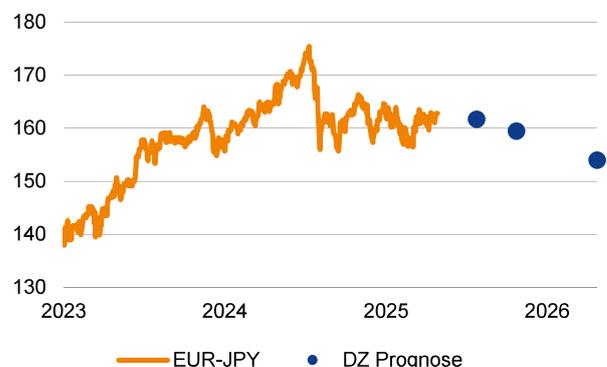
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Unterschätzt der Markt die Ambitionen der Bank von Japan?
BoJ-Markterwartung: eingepreiste Zinsschritte, in BP



Quelle: LSEG, DZ BANK

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

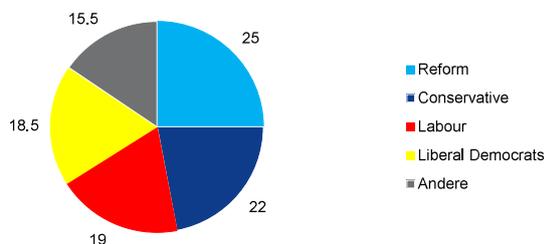
Britisches Pfund: Kommunalwahlen rücken die Politik in den Mittelpunkt

Am 1. Mai, finden in 24 Gemeinden Englands **Kommunalwahlen** für 1641 Sitze statt. Die Zahl ist geringer als üblich, da die (labourgeführte) Zentralregierung beschlossen hat, neun Kommunen umzustrukturieren und daher keine Wahlen in diesen Gemeinden zuzulassen. Normalerweise haben Kommunalwahlen keinen Einfluss auf die Politik auf nationaler Ebene, aber dies sind keine normalen Zeiten. Die regierende Labour-Partei ist nicht beliebt, und es wird ein gemischtes Ergebnis erwartet. Auf der anderen Seite muss sich die konservative Opposition in vielen bisher von den Konservativen gehaltenen Wahlkreisen gegen die populistische Reformpartei behaupten. Ein starkes Abschneiden der Reformpartei könnte zu Koalitionen zwischen Reformern und Konservativen auf lokaler Ebene führen, aber die Spaltung der Mitte-Rechts-Wählerschaft könnte auch anderen Parteien Sitze verschaffen. Letzteres scheint wahrscheinlicher. **Das Pfund dürfte etwas unter Druck geraten, wenn die Labour-Regierung mehr als nur ein paar Sitze verliert und/oder einen deutlichen Rückgang ihres Stimmenanteils hinnehmen muss.** Ein weiteres Risiko für das Pfund wäre ein außergewöhnlich starker Stimmenzuwachs für die Reformpartei, der ihr die Kontrolle über mehr als ein oder zwei Gemeinderäte verschaffen würde. Für die Konservativen sind diese Wahlen eine Übung in Schadensbegrenzung. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Pfund in Ermangelung wichtiger Wirtschaftsdaten mit den Unwägbarkeiten der Kommunalwahlen und den Entwicklungen in Washington D.C. zu kämpfen hat.

Die Kommunalwahlen werden zeigen, ob die Reformpartei einen Durchbruch in der Kommunalpolitik erzielen kann

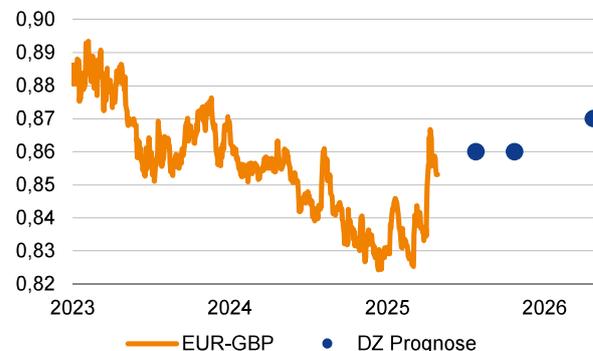
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Meinungsumfrage zeigen populistische Reform Partei als stärksten
In %, Durchschnitt, in Gemeinden, wo Wahlen stattfinden



Quelle: DZ BANK, BBC, Electoral Calculus

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Kanadische Dollar: Kanada geht zur Wahl; der CAD blickt weiter auf die USA

Die Kombination aus einem neuen Vorsitzenden der Liberalen Partei, Mark Carney (dem ehemaligen Gouverneur der Bank of Canada), und Trumps Zöllen und verbalen Angriffen auf das Land hat die **politische Landschaft verändert**. Nachdem die Liberalen im vergangenen Herbst in den Meinungsumfragen noch mit über 20 Prozentpunkten zurücklagen, liegen sie derzeit mit 42% zu 38% vor der konservativen Opposition. **Auf Grundlage dieser Umfragen dürfte die Parlamentswahl zu einer neuen liberalen Regierung im 343 Sitze umfassenden Unterhaus führen.** Eine klare Arbeitsmehrheit von etwa 30 Sitzen dürfte eine stabile Regierung gewährleisten. Für den kanadischen Dollar werden die Aussichten von der Geldpolitik und den finanzpolitischen Plänen der neuen Regierung beeinflusst

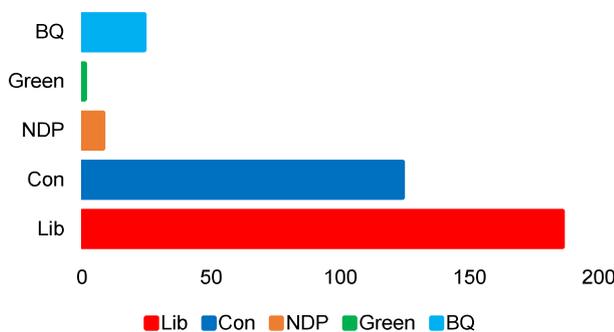
Nach den Parlamentswahlen wird eine liberale Mehrheitsregierung erwartet

werden. Beide werden von der Reaktion auf den von Präsident Trump initiierten Zollkrieg beeinflusst werden. Dieser droht das Wirtschaftswachstum erheblich zu verlangsamen, wodurch die Zinsen weiter sinken dürften, und wird wahrscheinlich dazu führen, dass die neue Regierung ebenfalls fiskalische Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft ergreift. **Mit einer neuen Regierung steht der kanadische Dollar auf soliden fundamentalen Grundlagen**, doch seine Entwicklung am Devisenmarkt wird weiterhin stark von den politischen Äußerungen aus dem Weißen Haus beeinflusst werden. Die Marktvolatilität dürfte bis in den Mai hinein anhalten.

Der CAD steht jedoch weiterhin unter dem Einfluss der USA

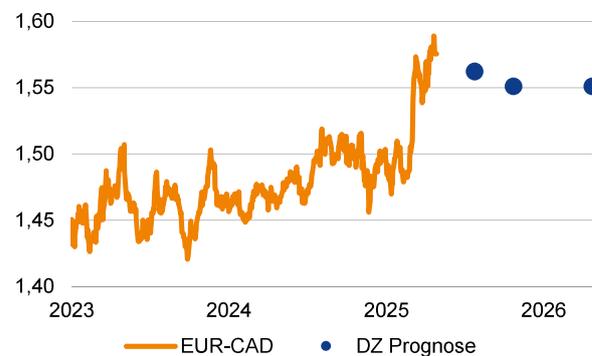
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Umfragewerte entwickeln sich zugunsten von Carney und die Liberalen
Erwartete Anzahl der Abgeordneten pro Partei (172 für eine Mehrheit)



Quelle: DZ BANK, 338 Canada

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ungarischer Forint: Weiterhin unverändertes Leitzinsniveau erwartet

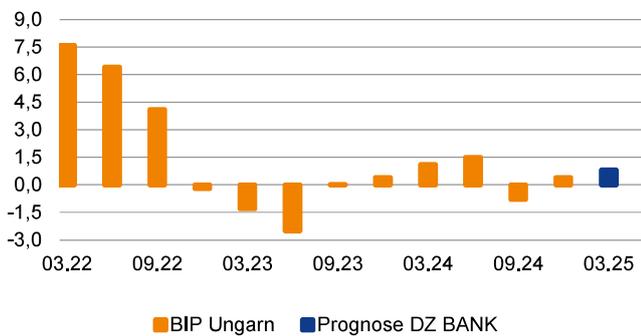
Morgen steht die nächste Leitzinsentscheidung der ungarischen Notenbank (MNB) auf der Agenda. Unserer Ansicht nach dürften die Währungshüter den **Leitzins ein weiteres Mal unverändert bei 6,50% belassen**, was auch der mehrheitlichen Meinung des Marktes entspricht. Anlass zu dieser Einschätzung gibt uns zum einen das **unsichere globale Umfeld** (handelspolitische und geopolitische Spannungen). Zum anderen sprechen auch die im Protokoll zur März-Sitzung von der MNB ausgemachten **Aufwärtsrisiken der Inflation** für ein geldpolitisches Innehalten. Was die Inflationsentwicklung betrifft, so ist zwar positiv hervorzuheben, dass der Preisdruck zuletzt stärker als allgemein erwartet nachgelassen hat. Mit 4,7% (J/J) liegt die Gesamtrate jedoch nach wie vor deutlich über dem Inflationsziel der MNB von 3% (J/J). **Des Weiteren verdient zur Wochenmitte die Bekanntgabe der vorläufigen ungarischen BIP-Zahlen für das erste Quartal Aufmerksamkeit.** **Wir gehen davon aus, dass die dortige Wirtschaft zum Jahresauftakt u.a. aufgrund von Vorzieheffekten und des weiterhin soliden privaten Konsums noch etwas an Schwung gewonnen haben und um 0,8% (J/J) gewachsen sein dürfte.** Damit sind wir optimistischer als der Markt, welcher lediglich mit einem erneuten Plus von 0,4% (J/J) rechnet.

Wachstumswahlen für das erste Quartal im Blick

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

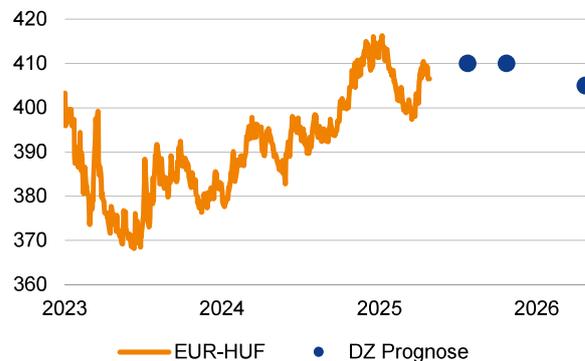
BIP Q1 Ungarn: Moderate konjunkturelle Beschleunigung erwartet

Quartalswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

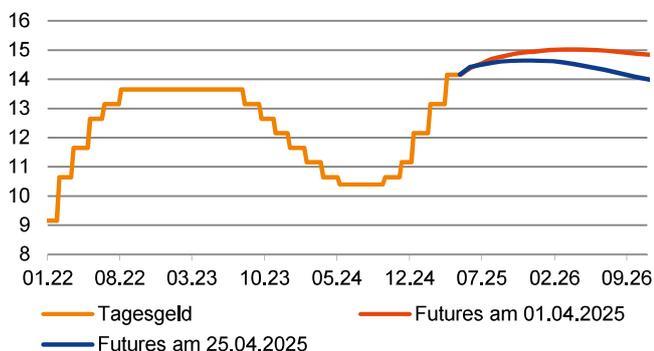
Brasilianischer Real: in guter Verfassung

Die brasilianische Wirtschaft konnte in diesem Jahr bisher **eher mit positiven Konjunkturdaten** aufwarten. Zudem ist die **Abhängigkeit von der US-Wirtschaft geringer als bei vielen anderen Ländern**. So konnte es auch nicht überraschen, dass die vom IWF in der letzten Woche vorgestellten neuen Wachstumsprognosen für Brasilien nur eine Abwärtsrevision um 0,2% brachten, während für die Weltwirtschaft insgesamt das BIP-Wachstum in diesem Jahr dank der Zollturbulenzen nun um 0,5% niedriger ausfallen soll als noch im Januar vermutet. Der scharfe **geldpolitische Bremskurs der Banco Central do Brasil hat zudem noch kaum Spuren in den Konjunkturdaten hinterlassen**. Damit allerdings auch nicht bei den Preiszahlen. In der erst Aprilhälfte stieg die **Inflationsrate** vielmehr sogar noch etwas weiter an und erreichte 5,5% (J/J), **deutlich oberhalb der tolerierten Spanne** von 1,5% bis 4,5%. Nach drei Zinsschritten nach oben um jeweils 100 Bp versuchten die Vertreter der Notenbank trotz der unbefriedigenden Preiszahlen aber die Erwartung weiterer scharfer Zinserhöhungen zu dämpfen, was in den letzten Wochen auch weitgehend gelang. Mit nunmehr 14,25% ist die Geldpolitik ohnehin als deutlich bremsend einzuschätzen. Aufgrund der üblichen Wirkungsverzögerungen sollte sie im Laufe des Jahres jedoch Wirkung entfalten. Für die COPOM-Sitzung in der kommenden Woche ist aber **gleichwohl noch mit einer weiteren Zinsstraffung um dann voraussichtlich 50 Bp** zu rechnen. Als eine Ursache für die Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik hebt die Notenbank immer wieder die hohen fiskalischen Defizite heraus. In den letzten Monaten hatten sich die Defizitzahlen jedoch bereits aufgehellt und sollten die neuen Zahlen in dieser Woche diesen Trend bestätigen, wäre dies auch für die Geldpolitik ein Signal, die Straffung nicht zu überziehen. Der Real dürfte aber auch auf die bereits im Mai beginnenden parlamentarischen Vorbereitungen für das kommende Jahr schauen. Dabei geht es vor allem um das Regierungsversprechen Einkommen bis zu 5000 BRL von der Einkommenssteuer zu befreien. Hier muss noch eine angemessene Gegenfinanzierung gefunden werden.

Guten Konjunkturdaten stehen schlechte Inflationszahlen gegenüber

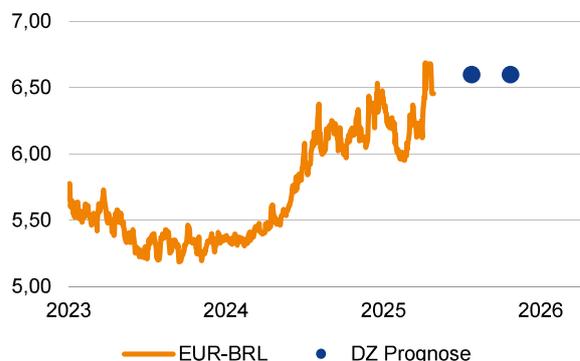
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Nur noch moderate Zinserhöhungen eingepreist
in %, Tagesgeld und Zinserwartungen im Future



Quelle: DZ BANK

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

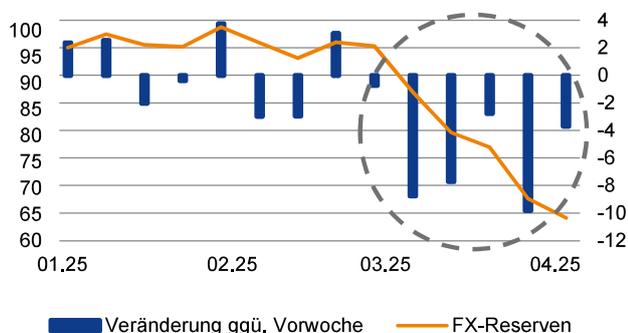
Türkische Lira: Inflationsrisiken wieder gestiegen

Die türkische Notenbank (TCMB) hat zuletzt mittels beherrzter Devisenmarktinterventionen versucht, den Abwärtsdruck der Lira gegenüber dem US-Dollar zu begrenzen, geriet die dortige Landeswährung doch infolge der innenpolitischen Turbulenzen sowie dem globalen Risk Off Sentiment in den vergangenen Wochen unter verstärkten Abgabedruck. Nachdem jedoch ihr ohnehin nicht üppiger Bestand an FX-Reserven bis zum Ende der 16. Kalenderwoche merklich auf rund 64 Mrd. USD abgeschmolzen war, **überraschte die Zentralbank kurz vor Ostern mit einer deutlichen Leitzinsanhebung, um die Lira auch auf diesem Wege zu stützen.** Hierbei hob sie den Leitzins (One-Week Repo Rate) unerwartet um 350 Bp auf 46% an. Marktseitig wurde hingegen mehrheitlich ein unverändertes Leitzinsniveau von 42,5% prognostiziert. Notenbankchef Karahan machte in diesem Zusammenhang deutlich, dass die Zentralbank vor einer weiteren geldpolitischen Straffung nicht zurückschrecken werde, sollten sich die Inflationsaussichten nachhaltig und spürbar eintrüben.

FX-Interventionen und Leitzinsanhebung: TCMB versucht, Abwärtsdruck auf die Lira zu begrenzen

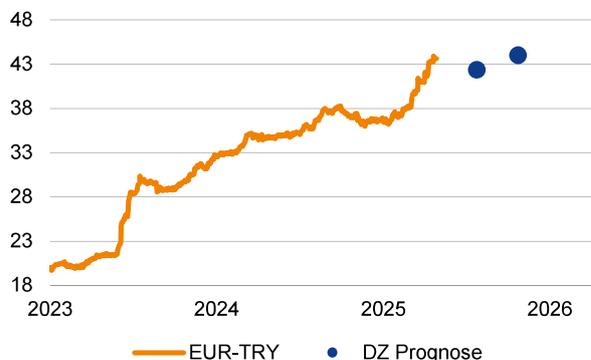
Türkische Devisenreserven schmelzen spürbar

Veränderung der türkischen FX-Reserven, wöchentliche Daten; LS: in Mrd. USD; RS: in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Prognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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

Anhaltend restriktives Leitzinsniveau prognostiziert; Inflationssorgen zuletzt wieder gestiegen

Was die Lira betrifft, so rechnen wir perspektivisch mit einer weiteren Abwertung gegenüber dem US-Dollar, wobei die TCMB hierbei nach wie vor bemüht sein sollte, dies kontrolliert von Statten gehen zu lassen. Angesichts ihres überschaubaren Bestands an FX-Reserven, dem globalen Risk Off Sentiment sowie gewisser Bedenken, **dass sich Staatspräsident Erdogan wieder in die Wirtschaftspolitik des Landes einmischen könnte**, ist dies jedoch alles andere als ein leichtes Unterfangen.

Weitere Abwertung der Lira gegenüber dem US-Dollar erwartet

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

Datenkalender Europa und USA

Datum	Land	Indikator	Periode	DZ BANK	Konsens	Letzter Wert*
28.04. Montag		keine relevanten Datenveröffentlichungen				
29.04. Dienstag	DE	8:00 GfK-Verbrauchervertrauen	Mai	-26,0	-25,1	-24,5
	SP	9:00 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,6	NA	0,8
	SP	9:00 Verbraucherpreise (HVPI) J/J, nsa (%)	Apr (vorläufig)	2,4	NA	2,2
	EWU	11:00 Wirtschaftsvertrauen (ESI)	Apr	94,0	93,2	95,2
	BE	11:00 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,2	NA	0,2
	US	15:00 FHFA-Hauspreisindex M/M, nsa (%)	Feb	0,2	NA	0,2
	US	15:00 Case-Shiller Hauspreisindex J/J (%)	Feb	4,6	NA	4,7
	US	16:00 Verbrauchervertrauen Conference Board, sa	Apr	86,0	87,0	92,9
30.04. Mittwoch	CN	3:30 NBS PMI Verarbeitendes Gewerbe, sa	Apr	48,5	49,8	50,5
	CN	3:30 NBS PMI Nicht-Verarbeitendes Gewerbe, sa	Apr	49,5	50,9	50,8
	CN	3:45 Caixin PMI Verarbeitendes Gewerbe, sa	Apr	48,5	50,2	51,2
	FR	7:30 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (2. Schätz.)	0,2	0,1	-0,1
	DE	8:00 Einzelhandelsumsätze M/M, sa (%)	Mrz	0,2	0,3	0,3
	FR	8:45 Verbraucherpreise (HVPI) J/J, nsa (%)	Apr (vorläufig)	1,0	NA	0,9
	DE	9:55 Arbeitslose - Änderung M/M, sa (in Tsd.)	Apr	18,0	17,5	26,0
	DE	9:55 Arbeitslosenquote, sa (%)	Apr	6,3	6,3	6,3
	DE	10:00 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,2	0,2	-0,2
	IT	10:00 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,1	NA	0,1
	PT	10:30 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,4	NA	1,5
	EWU	11:00 BIP Q/Q, sa (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,3	0,3	0,2
	IT	11:00 Verbraucherpreise (HVPI) J/J, nsa (%)	Apr (vorläufig)	2,3	NA	2,1
	PT	12:00 Verbraucherpreise (HVPI) J/J, nsa (%)	Apr (vorläufig)	2,0	NA	1,9
	DE	14:00 Verbraucherpreise (HVPI) M/M, nsa (%)	Apr (vorläufig)	0,7	0,5	0,4
	DE	14:00 Verbraucherpreise (HVPI) J/J, nsa (%)	Apr (vorläufig)	2,4	2,3	2,3
	US	14:15 ADP-Beschäftigungsänderung, sa (in Tsd.)	Apr	120	128	155
	US	14:30 Beschäftigungskostenindex qoq, sa (%)	Q1	0,8	0,9	0,9
	US	14:30 BIP Q/Q, saar (%)	Q1 (1. Schätz.)	0,0	0,2	2,4
	US	15:45 Chicago PMI, sa	Apr	44,0	45,5	47,6
	US	16:00 Preisindex für persönliche Konsumausgaben PCE J/J (%)	Mrz	2,1	2,2	2,5
	US	16:00 Konsumausgaben M/M, sa (%)	Mrz	1,0	0,6	0,4
	US	16:00 Private Einkommen M/M, sa (%)	Mrz	0,3	0,4	0,8
01.05. Donnerstag	US	16:00 ISM PMI Verarbeitendes Gewerbe, sa	Apr	47,0	48,1	49,0
02.05. Freitag	NL	6:30 Verbraucherpreise (HVPI) J/J, nsa (%)	Apr (vorläufig)	3,3	NA	3,4
	NL	7:00 S&P Global/NEVI PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr	50,5	NA	49,6
	SP	9:15 S&P Global PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr	49,5	NA	49,5
	IT	9:45 S&P Global PMI Verarbeitendes Gewerbe	Apr	47,0	NA	46,6
	EWU	11:00 Verbraucherpreise (HVPI) J/J Schnellschätzung, nsa (%)	Apr (vorläufig)	2,3	2,1	2,2
	EWU	11:00 Arbeitslosenquote, sa (%)	Mrz	6,1	6,1	6,1
	US	14:30 Arbeitsmarktbericht: Beschäftigung ex Agrar, sa (Änderung in Tsd.)	Apr	100	130	228
	US	14:30 Arbeitsmarktbericht: Arbeitslosenquote, sa (%)	Apr	4,3	4,2	4,2
	US	16:00 Auftragseingänge Industrie M/M, sa (%)	Mrz	0,7	4,5	0,6

Stand: 25.04.2025 (09:30 Uhr), Quelle: Bloomberg, DZ BANK. *Falls als finaler Wert gekennzeichnet: letzter Wert = vorläufiges Ergebnis

sa = saisonbereinigt, nsa = nicht saisonbereinigt, saar = saisonbereinigt und annualisiert, wda = arbeitstäglich bereinigt

Wechselkursprognosen im Überblick

DZ BANK FX-Prognosen: G10	Prognosehorizonte				Vola-Ampel*
	aktuell	+3M	+6M	+12M	
EUR-USD	1,14	1,10	1,10	1,10	●
EUR-JPY	163	162	160	154	●
EUR-GBP	0,85	0,86	0,86	0,87	●
EUR-CHF	0,94	0,95	0,95	0,95	●
EUR-NOK	11,85	12,00	11,95	11,90	●
EUR-SEK	11,00	11,0	10,9	10,9	●
EUR-AUD	1,78	1,80	1,72	1,67	●
EUR-NZD	1,91	1,96	1,93	1,86	●
EUR-CAD	1,58	1,56	1,55	1,55	●

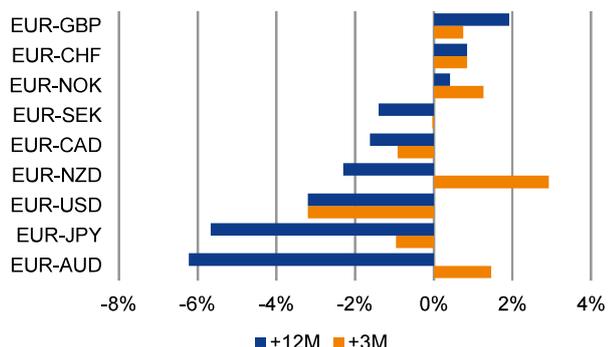
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DZ BANK FX-Prognosen: EM	Prognosehorizonte				Vola-Ampel*
	aktuell	+3M	+6M	+12M	
EUR-HUF	405	410	410	405	●
EUR-PLN	4,27	4,30	4,30	4,23	●
EUR-CZK	24,9	25,2	25,0	24,8	●
EUR-TRY	43,7	42,4	44,0	45,1	●
EUR-ZAR	21,2	21,6	21,6	21,6	●
EUR-BRL	6,46	6,60	6,60	6,60	●
EUR-MXN	22,2	23,1	23,7	24,2	●
EUR-CNY	8,29	8,25	8,36	8,53	●

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

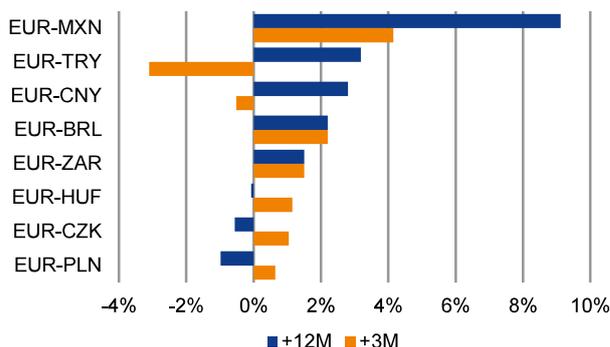
*) Vola-Ampel, grün: aktuelle implizite Volatilität von 1-Monatsoptionen gehört zu den 25% der Tage in den letzten 5 Jahren mit niedriger Vola, rot: aktueller Wert gehört zu den 25% der Tage mit hoher Vola, gelb: Wert gehört zu den übrigen 50%.

G10-Währungen: DZ BANK Prognose



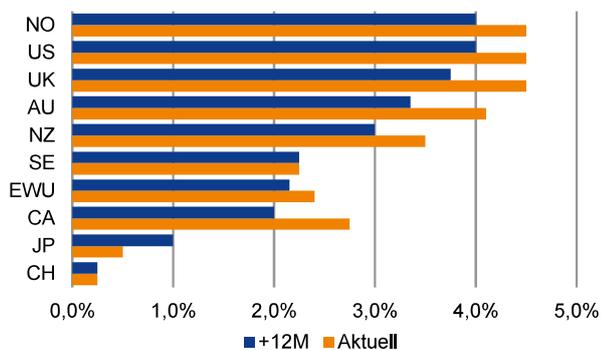
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EM-Währungen: DZ BANK Prognose



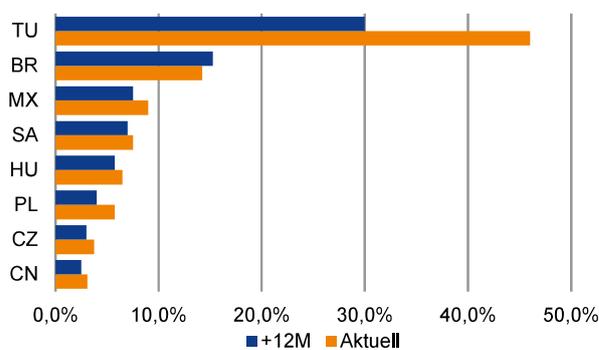
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

G10-Geldpolitik: DZ BANK Leitzinsprognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EM-Geldpolitik: DZ BANK Leitzinsprognose



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

- 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse**
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainabilitys

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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