



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Geldpolitische Themen weiterhin marktbewegend

Das erste Quartal 2024 neigt sich dem Ende zu. Gelegenheit, eine erste Bilanz zu ziehen, wie sich die Währungen unserer Coverage zu Jahresbeginn geschlagen haben. Festzuhalten bleibt, dass sich der US-Dollar selbstbewusst präsentiert hat und gegenüber den meisten Währungen, die wir im Blick haben, die Muskeln spielen ließ. Rückenwind hat der Greenback in erster Linie von den anhaltend hohen Leitzinsen sowie der sich unter diesen Vorzeichen unerwartet robust entwickelten US-Wirtschaft erfahren. Dass sich zuletzt die US-Leitzinssenkungserwartungen zeitlich nach hinten verschoben haben, sollte dem Greenback ebenfalls unter die Arme gegriffen haben. Lediglich der mexikanische Peso, das britische Pfund und der polnische Zloty konnten der US-Devisen im Verlauf des ersten Quartals die Stirn bieten. Dass sie dem überaus robusten Dollar etwas entgegensetzen konnten, dürfte maßgeblich der anhaltend restriktiven Geldpolitik in den Ländern geschuldet sein.

Was die nächsten Wochen betrifft, so sollte die Frage nach den geldpolitischen Marschrichtungen der nationalen Notenbanken für die entsprechenden Währungen weiter von Interesse sein. Besonders im Fokus dürfte hierbei die Bank of Japan stehen, welche jüngst erstmals seit 2007 die Leitzinsen angehoben und damit die Ära der Negativzinsen beendet hat. Aber auch ihre ungarischen Amtskollegen sollten sich der Aufmerksamkeit sicher sein. Angesichts der ausgeprägten Schwäche des Forints gibt es hier Spekulationen, wonach die dortigen Währungshüter bereits in der kommenden Woche wieder Tempo aus ihrem Leitzinssenkungszyklus nehmen könnten. Und last but not least steht am 11. April bereits die nächste EZB-Sitzung auf der Agenda. Interessant wird hier sein, ob die Tür für eine erste Leitzinssenkung im Juni ein weiteres Stück geöffnet wird.

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

US-DOLLAR LÄSST AUF BREITER FRONT DIE MUSKELN SPIELEN

VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNGEN GGÜ. USD SEIT JAHRESBEGINN, IN % (STAND: 21.03.2024)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
22.3.2024 10:32 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Markterwartungen am Tiefpunkt?	2
USA: Keine klare Richtung	3
Japan: BoJ agiert vorsichtig – Aufwertungspotenzial für den JPY begrenzt(er)	4
Großbritannien: BoE wartet auf weitere Anzeichen für sinkenden Inflationsdruck	5
Schweiz: SNB leitet zum Leidwesen des Franken Zinssenkungszyklus ein	6
Australien & Neuseeland: „Tightening Bias“ ade!	8
Kanada: Weitere Daten erforderlich; zunehmende Hoffnungen auf Zinssenkung im Sommer	9
Skandinavien: Abschwächung der Inflation schürt Zinssenkungserwartungen	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Geldpolitik weiterhin im Fokus von Zloty und Co.	13
Türkei & Südafrika: Inflationszahlen bereiten Sorgen	14
China: Ambitionierte Ziele und BIP-Bestandsaufnahme vom Jahresauftakt	16
Brasilien & Mexiko: Wachstumserwartungen verbessert	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

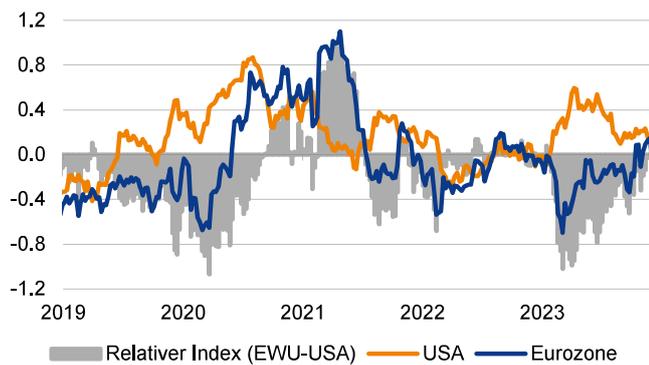
G10 WÄHRUNGEN

EWU: Markterwartungen am Tiefpunkt?

Die Wirtschaft der Eurozone schwächelt weiterhin und nirgends ist dies offensichtlicher als in Deutschland – das aktuelle Schlusslicht unter den EWU-Staaten. Die gute Nachricht: die Inflationsrate ist deutlich gefallen und auch wenn die oft zitierte „letzte Meile“ schwierig werden dürfte, so ist doch klar, dass der Zeitpunkt für eine erste Zinssenkung seitens der EZB bald erreicht ist. Nichts hiervon spricht für einen festeren Euro und dennoch ist es der Gemeinschaftswährung in den vergangenen Wochen gelungen, einiges an Boden gut zu machen: Seit Mitte Februar hat der Euro gegenüber den meisten anderen G10-Währungen an Wert gewonnen (die einzige Ausnahme bildet die Schwedische Krone). Dass er die beste Performance gegenüber dem US-Dollar erzielen konnte, hat sicherlich auch etwas mit der zeitgleich zu beobachtenden Dollar-Schwäche zu tun, dazu aber im US-Text mehr. Hier geht es nun jedoch um die Frage, warum der Euro derzeit wieder solide performen kann.

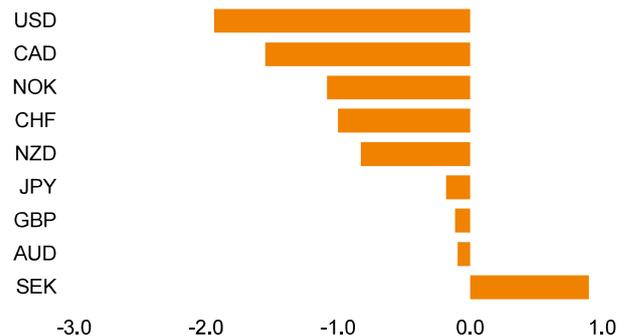
Euro gewinnt an Boden - trotz schwacher Daten

RELATIVER SURPRISE-INDEX: EUROZONE HOLT AUF INDEX



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EURO GEWINNT AUF BREITER FRONT AN WERT
NATIONALE WÄHRUNGEN VS. EUR (SEIT 14.02.2024), IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ein Teil der Antwort liefert u.E. die Entwicklung des EWU Surprise Index. Unsere regelmäßigen Leser kennen ihn bereits: der Index misst die Differenz zwischen Erwartung und Realität. Fallen die Fundamentaldaten über einen Zeitraum hinweg im Schnitt besser als erwartet aus, steigt der Index in den positiven Bereich. Enttäuschen die Daten, fällt der Index unter die Nulllinie. Es überrascht kaum, dass der Index für die Eurozone einen Großteil des vergangenen Jahres im roten Bereich verbracht hat. Spannender ist hingegen die Erkenntnis, dass er zuletzt gestiegen ist und nun sogar (wenngleich knapp) oberhalb der Nulllinie liegt. Dies bedeutet nicht, dass sich die fundamentale Lage in der Eurozone tatsächlich verbessert hat, lediglich, dass der Markt sich der Lage angepasst hat und es somit nun kaum noch negatives Überraschungspotenzial gibt. Im Gegenteil, selbst eine leichte Verbesserung der Lage würde nun ausreichen, um den Index weiter steigen zu lassen. In den kommenden Wochen und Monaten kommt es nun also darauf an, wie sich die Fundamentaldaten in der EWU entwickeln. Kommen hier (wenngleich zarte) Signale, dass sich die Lage langsam verbessert, könnte dies ausreichen, um dem Euro etwas zusätzliches Aufwertungspotenzial zu verleihen. Von Eu(ro)phorie kann jedoch keine Rede sein. Der Markt mag nicht mehr anfällig für die großen Negativüberraschungen sein, die Lage in der Eurozone bleibt jedoch objektiv betrachtet schwierig.

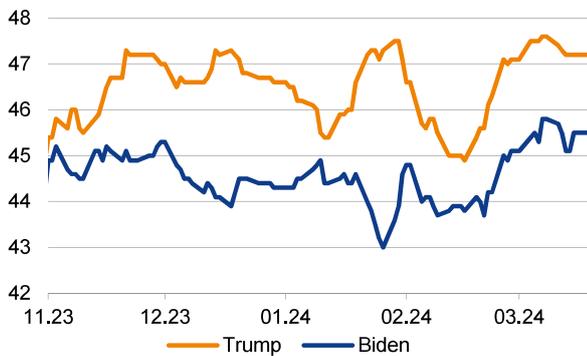
Surprise Index im Aufwind - trotz schlechter Lage

USA: Keine klare Richtung

Die wirtschaftliche Lage in den USA bleibt äußerst solide. Der starke Arbeitsmarkt unterstützt den Konsum, das hohe Leitzinsniveau hinterlässt offenbar nur schwache Spuren – zumal sich der Blick nun bereits auf die erste Zinssenkung richtet. Die aggressiven Zinssenkungsfantasien vom Ende des vergangenen Jahres sind Geschichte, „nur“ noch drei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte sind derzeit für 2024 eingepreist. Dies deckt sich mit unserer Prognose – die lange als „zu vorsichtig“ galt, nun aber ein Comeback erlebt. Letzteres ist der Erkenntnis geschuldet, dass die letzte Inflationsmeile holpriger werden dürfte als vielerorts erwartet. Mittlerweile gibt es sogar schon erste Spekulationen darüber, dass die Fed in diesem Jahr nur zwei Mal senken könnte. All dies sollte *ceteris paribus* unterstützend auf den Dollar wirken – und dennoch hat der USD-Index zuletzt zwischenzeitlich spürbar an Wert verloren. Auch hier verweisen wir auf die Entwicklung des Surprise Indikators: dieser hat sich im Falle der USA im Februar rückläufig entwickelt und befindet sich aktuell nur noch knapp über der Nulllinie. Sowohl der Arbeitsmarkt als auch der private Konsum können weiterhin positiv überraschen, Sektoren wie der Immobilienmarkt, die Industrie und die Sentiment-Indikatoren zeigen hingegen erste Anzeichen von Enttäuschung. Die Lage bleibt dennoch äußerst gut, die Daten vermögen es allerdings nicht mehr, die hohen Erwartungen zu erfüllen. In diesem Spannungsfeld kann sich der Dollar gut behaupten und zwischenzeitlich sogar Gewinne aufweisen, ist aber gleichzeitig auch immer wieder anfällig für Rückschläge. Zumindest von der Dollar-Seite aus kann sich derzeit also kein klarer Trend in die eine oder andere Richtung entwickeln.

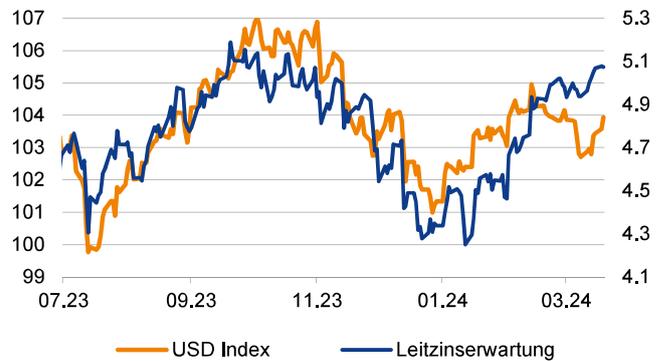
US-Wirtschaft brummt, aber die Realität kann zum Teil nicht mehr mit den Erwartungen Schritt halten

TRUMP FÜHRT IN DEN UMFRAGEN: ABSTAND JEDOCH (NOCH) GERING
UMFRAGEWERTE (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

SCHWINDENDE ZINSENKUNGSERWARTUNGEN
LS: USD-INDEX; RS: IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNG JULI 2024 (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Blicken wir über den kurzfristigen Tellerrand hinaus, gesellt sich zu der konjunkturellen auch noch die politische Komponente. Aktuell führt Donald Trump die Umfragen mit einem kleinen Plus vor dem amtierenden Präsidenten, aber der Weg bis zur Wahl ist noch lang. Die aktuelle Entwicklung des Dollars suggeriert nicht, dass der Markt bereits begonnen hat, ein mögliches Trump-Szenario aktiv einzupreisen. Denn dieses wäre u.E. nach zumindest kurzfristig eindeutig Dollar-positiv (ein detaillierteres Trump-Szenario werden wir in den kommenden Wochen publizieren, eine erste Einschätzung finden Sie hier [Trumps Comeback?](#)). Je näher die Wahl jedoch rückt, desto mehr Potenzial hat sie, für Unruhe am Markt zu sorgen – insbesondere sobald sich die Unsicherheit über den geldpolitischen Pfad der Fed gelegt hat.

Bislang scheint der Markt noch kein Trump-Szenario einzupreisen

Japan: BoJ agiert vorsichtig – Aufwertungspotenzial für den JPY begrenzt(er)

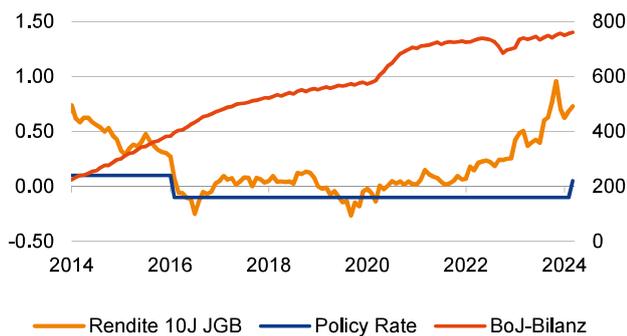
Nachdem die Shunto-Lohnrunde in einem satten Plus von mehr als 5% geendet hatte, sah sich die Bank of Japan (BoJ) nun endlich in der Lage zu handeln: sie hat beschlossen, den Leitzins anzuheben und die Politik der Zinskurvenkontrolle (YCC) aufzugeben. Es ist die erste Zinserhöhung in Japan seit fast zwei Dekaden und somit eine historische Entscheidung. Und dennoch verlor der Yen in der ersten Reaktion an Wert und die Renditen japanischer Staatsanleihen fielen.

Letzteres liegt vor allem daran, dass die BoJ zwar ihre YCC-Politik aufgegeben hat, jedoch verspricht, weiterhin sehr aktiv im Markt zu bleiben. Im Statement ist davon die Rede, dass die Zentralbank bis auf weiteres JGBs im selben Umfang kaufen wird wie bisher. Dies stand zu erwarten: die BoJ wäre niemals das Risiko eingegangen, den japanischen Staatsanleihenmarkt sich selbst zu überlassen und damit einen sprunghaften Anstieg der Renditen (mit potenziell schmerzhaften Konsequenzen für das japanische Finanzsystem) auszulösen. Mit andauernden JGB-Käufen in nicht-festgelegten Beträgen kann die BoJ das Renditeniveau weiterhin kontrollieren, ist jedoch nicht mehr auf ein festes Ziel fixiert.

BoJ hebt Leitzins an und beendet Zinskurvenkontrolle

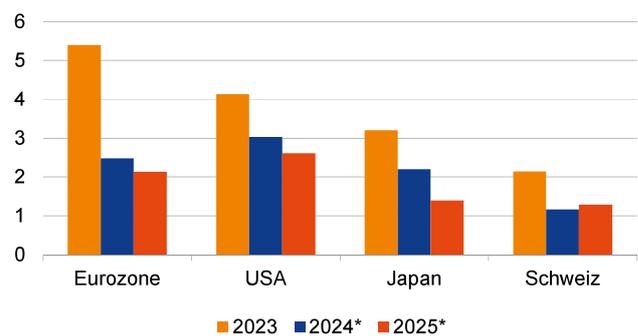
Notenbank weiterhin im JGB-Markt aktiv

GELDPOLITISCHE NORMALISIERUNG HAT VIELE GESICHTER
ZINSEN IN % (L.S.) UND BOJ-BILANZSUMME IN BIL JPY (R.S.)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

JAPAN IST SCHON LANGE KEIN NIEDRIGINFLATIONSLAND MEHR
JÄHRLICHE INFLATION, IN %: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK (*)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Die Reaktion des Yen hingegen überraschte und dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass es der BoJ gelungen ist, diese eigentlich historische Zinserhöhung als einen sogenannten „dovish hike“ zu verkaufen. Vor allem in der Pressekonferenz machte Notenbankgouverneur Ueda klar, dass die BoJ dauerhaft an ihrer weiterhin sehr expansiven Haltung festhalten wird. Zwar wies er darauf hin, dass ein weiterer Anstieg der Inflationsrate zusätzliche Zinserhöhungen erforderlich machen könnten. Dies scheint aus Sicht der BoJ derzeit jedoch eher ein Randszenario zu sein. Zumal im Verlauf der Pressekonferenz ebenso die Rede davon war, dass sich die Notenbank auch erneut expansiver aufstellen könnte, sollte dies von Nöten sein.

„Dovish hike“ lässt Yen nachgeben

Mit ihrer heutigen Entscheidung hat die BoJ unbestreitbar einen wichtigen Schritt in die richtige Richtung gemacht und die längst überfällige Entscheidung getroffen, sich von Negativzinsen zu verabschieden. Von einer echten „Normalisierung“ der Geldpolitik ist die BoJ jedoch weit entfernt. Dies missfällt auch dem Yen, der es derzeit eher darauf anzulegen scheint, erneute Interventionsspekulationen auf den Tisch zu bringen. Unsere bisherige Annahme, dass der Yen spürbar von einer geldpolitischen Trendwende profitieren kann, ist damit (zumindest im bisherigen Ausmaß) nicht mehr haltbar. Zumal wir angesichts unserer Inflationsprognose für Japan, die unter-

Von einer echten geldpolitischen Normalisierung ist die BoJ noch weit entfernt

stellt, dass die Rate im Jahresverlauf wieder unter die Zielmarke der BoJ von 2% (J/J) fallen wird, davon ausgehen, dass es zu keiner weiteren Straffung der Geldpolitik kommen wird.

Bislang haben wir unterstellt, dass USD-JPY auf Sicht von 12 Monaten auf Kurse um 135 JPY fallen wird. Grund hierfür waren vor allem zwei Annahmen: das Einläuten der geldpolitischen Wende in den USA (und damit einhergehende fallende US-Renditen) und die geldpolitische Umkehr in Japan (und damit verbundene steigende Renditen in Japan). Die resultierende Spreadeinengung war angesichts der hohen Korrelation zwischen USD-JPY und dem Spread ein wichtiger Inputfaktor für unsere Prognose. Dieser Faktor spielt auch weiterhin eine Rolle, jedoch ist das daraus resultierende Ausmaß der zu erwartenden JPY-Aufwertung nun deutlich geringer. Die extrem vorsichtige Herangehensweise der BoJ bedeutet, dass die Renditen in Japan nicht so deutlich ansteigen dürften wie bislang erwartet. Hinzukommt, dass wir anerkennen müssen, dass die Signalwirkung der BoJ-Entscheidung den Leitzins zum ersten Mal seit fast zwei Dekaden anzuheben, wesentlich verhaltener ausgefallen ist als erwartet. Und da wir nicht von einer weiteren geldpolitischen Straffung im Jahresverlauf ausgehen, hat Notenbankchef Ueda sein Pulver nun verschossen. Wir heben unsere 12M-Prognose in USD-JPY daher von 135 JPY auf 144 JPY an.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Signalwirkung der Leitzinsentscheidung geringer als erwartet

Großbritannien: BoE wartet auf weitere Anzeichen für sinkenden Inflationsdruck

Nach einer technischen Rezession Ende 2023 wurde laut den monatlichen BIP-Daten im Januar wieder eine konjunkturelle Expansion verzeichnet, die allerdings mit 0,2% (M/M) recht bescheiden ausgefallen ist. Aus Sicht der Bank of England (BoE) erleichtert es die Inflationsbekämpfung, wenn die Wirtschaft nur langsam wächst. Außerdem muss die Zentralbank berücksichtigen, dass der Schatzkanzler Anfang März ein ganz leicht expansives Budget vorgestellt hat. In jedem Falle prognostiziert die DZ BANK für 2024 unverändert nur ein schwaches BIP-Wachstum von 0,5% (J/J).

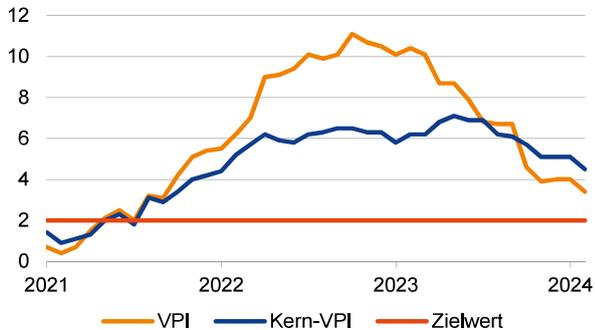
Auch bei der Inflation entwickeln sich die Dinge im Sinne der BoE. Aufgrund rückläufiger Energiekosten verlangsamte sich die Gesamtrate von 4% im Januar auf 3,4% im Februar (jeweils J/J). Der langsamere Abwärtstrend der Kernrate, in welche die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise nicht eingehen, setzte sich ebenfalls fort; sie ging von 5,1% im Dezember und Januar auf 4,5% im Februar zurück (jeweils J/J). Zusammen mit den jüngsten Daten, die auf eine weniger robuste Arbeitssituation hindeuten, sollte dies Musik in den Ohren des Geldpolitischen Ausschusses sein. Nichtsdestotrotz wird die BoE bei geldpolitischen Entscheidungen vor allem die längerfristigen Inflationsaussichten im Blick haben. Dementsprechend sollte der geldpolitische Kurs wohl bis zur Juni-Sitzung unverändert bleiben. Dann dürfte sehr viel klarer sein, in welchem Zustand sich die Wirtschaft befindet und wie die Aussichten sind.

Nach technischer Rezession in H2 2023 jetzt erste Anzeichen für leichte konjunkturelle Erholung

Fortgesetzter Abwärtstrend der Inflation, Rückkehr zum BoE-Zielwert in Sicht

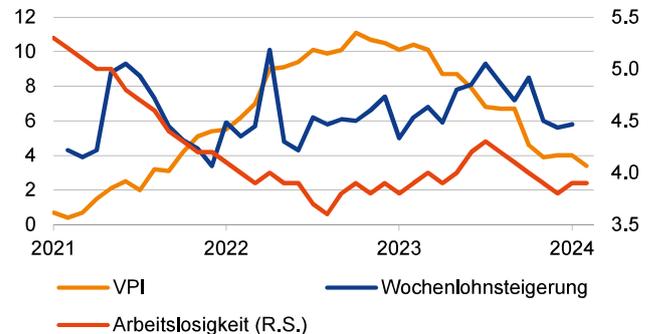
Zinssenkung im Juni ist möglich

INFLATION BEWEGT SICH WEITER AUF DEN ZIELWERT ZU, BANK OF ENGLAND KANN SICH JEDOCH NICHT ZURÜCKLEHNEN IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LOHNaNSTIEG WEITERHIN ÜBER DER INFLATIONSRATE, ABER ANZEICHEN FÜR ENTSPANNUNG AM ARBEITSMARKT LS: VPI & DURCHSCHN. WOCHENLÖHNE IN %, J/J; RS: ARBEITSLÖSENQUOTE IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Derzeit gehen die Finanzmärkte davon aus, dass die drei großen westlichen Zentralbanken (Fed, EZB und BoE) ihre Geldpolitik ab dem Sommer lockern werden. Dementsprechend dürfte sich das britische Pfund auf Sicht von drei bis sechs Monaten wohl nur dann deutlich von seinem jetzigen Niveau wegbewegen, wenn es bei einer oder mehreren dieser drei Zentralbanken zu unerwarteten Datenveröffentlichungen und damit zu einer deutlichen Änderung der marktseitigen Leitzinsänderungserwartungen kommt. Ausgehend von den offenen, nicht-kommerziellen Netto-positionen in GBP-USD an der Chicago Mercantile Exchange deutet der Aufwärtstrend seit Jahresbeginn darauf hin, dass die Anleger in Bezug auf das Pfund Sterling zuversichtlicher werden. Damit wächst die Wahrscheinlichkeit, dass die Anleger einen Rücksetzer des Pfunds als attraktive Einstiegsmöglichkeit ansehen. Die britische Landeswährung könnte also durchaus positiv überraschen, wenngleich dies keineswegs sicher ist.

Anleger sind mit Blick auf das britische Pfund zuversichtlicher geworden

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

Schweiz: SNB leitet zum Leidwesen des Franken Zinssenkungszyklus ein

Dann also doch jetzt schon: Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat entgegen den Markterwartungen ihren Leitzins bei der März-Sitzung um 25 Bp auf nun 1,50% gesenkt. Wir hatten bereits mit der Zinswende bei dieser Sitzung gerechnet, vor allem, weil die Inflationzahlen für Februar nochmals einen nachlassenden Preisdruck aufgezeigt hatten. Die Teuerungsrate war von zuvor schon geringen 1,3% im Februar auf 1,2% (je J/J) gesunken und liegt nun bereits seit Juni 2023 im SNB-Zielbereich unter 2%. Weil die Entscheidung, den Leitzins jetzt schon zu senken, marktseitig mehrheitlich unerwartet kam, geriet der Schweizer Franken im Anschluss an die Sitzung unter Abgabedruck; EUR-CHF notierte im Hoch zeitweise nur knapp unterhalb der Marke von 0,98 CHF und damit auf dem höchsten Stand seit Juli vergangenen Jahres.

SNB hat wie von uns erwartet bei März-Sitzung mit Zinssenkungszyklus begonnen

Die geldpolitische Lagebeurteilung der SNB war dabei erneut für die Alpenwährung interessant, denn die Schweizer Währungshüter begründeten ihren Lockerungsschritt nicht nur mit dem „verminderten Inflationsdruck“ der letzten Monate, sondern auch mit der „realen Aufwertung des Frankens“. Letzteres signalisiert damit wieder den Wunsch nach einem schwächeren Franken. Offen ließen die Währungshüter allerdings, ob sie währungspolitisch eine 180-Grad-Wende vornehmen und den Franken in Form von Devisenkäufen abwerten lassen wollen. (Um sich gegen importierte Inflation aus dem Ausland zu schützen, setzte die SNB in den letzten beiden Jahren auf einen festen Franken und intervenierte massiv durch Devisenverkäufe). Was den Inflationsausblick betrifft, so haben die SNB-Mitarbeiter ihre Projektion deutlich nach unten revidiert: während sie im Dezember noch mit einer Inflation von 1,9% in 2024 sowie 1,6% in 2025 gerechnet hatten, prognostizieren sie nun für 2024 1,4% sowie für 2025 1,2%. Sie begründen dies mit einem nachlassenden Preisdruck für Waren sowie mit noch geringeren als zuvor erwarteten Zweitrundeneffekten. Die neuen Inflationsprojektionen der SNB lassen jedenfalls genug Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungsschritte. Wir rechnen zwar mit weiteren Zinssenkungen der SNB im laufenden Jahr, allerdings dürfte die Alpenwährung aufgrund der wohl im Sommer ebenfalls beginnenden Zinssenkungszyklen von EZB und Fed nicht mehr so stark gegenüber Euro und Dollar abwerten. In den Schweizer Geldmarktsätzen sind mit ca. -50 Bp zwei Zinssenkungen bis Jahresende fast vollständig eingepreist, wovon wir ebenfalls ausgehen (Vergleich: für die EZB sind die Zinssenkungsfantasien mit knapp -90 Bp wesentlich aggressiver).

Ob die SNB die Bewertung des Schweizer Franken für angemessen hält, dürfte angesichts der Erreichung des Inflationsziels nun vermehrt von der konjunkturellen Entwicklung des Landes abhängen. Sollten Schweizer Unternehmen angesichts eines zu „teuren“ Franken Probleme beim Export ihrer Produkte bekommen, könnten CHF-schwächende Interventionen wieder auf die Agenda der SNB kommen. Ob und in welche Richtung sie bereits im vierten Quartal am Devisenmarkt aktiv war, erfahren wir Ende März.

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

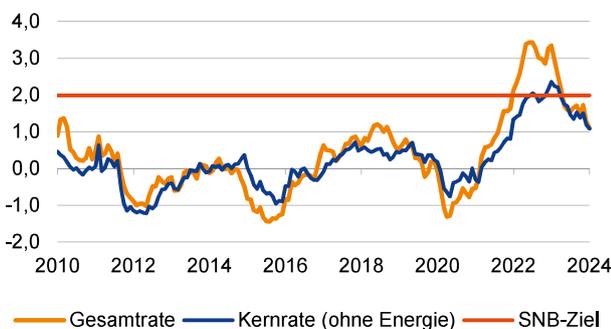
Geldpolitische Lockerung mit nachgelassener Inflation sowie (zu) starkem Franken begründet

SNB-Inflationsprojektionen massiv nach unten revidiert

CHF dürfte angesichts beginnender Zinssenkungszyklen von EZB und Fed nicht mehr so deutlich wie nach der März-Sitzung abwerten

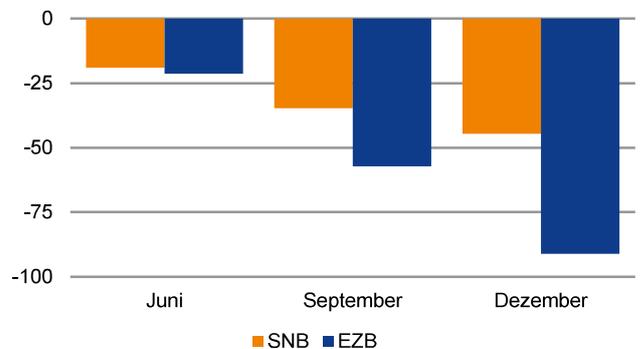
Konjunkturelle Entwicklung gewinnt für SNB an Bedeutung

INFLATION IST WIEDER UNTER KONTROLLE
SCHWEIZER KONSUMENTENPREISE, VERÄNDERUNG IN % (J/J)



Quelle: LSEG, SNB, DZ BANK

SNB HAT ZWAR FRÜHER ANGEFANGEN, EZB WIRD ABER SPÄTER AUFHOLEN
LEITZINSEN, EINGEPREISTE SCHRITTE ZU SITZUNGSTERMINEN, IN BP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Australien & Neuseeland: „Tightening Bias“ ade!

Auch in Australien stand in dieser Woche die Zinsentscheidung der Reserve Bank of Australia (RBA) auf der Agenda. Dass es die RBA (wie auch die RBNZ) hinsichtlich erster Zinssenkungen nicht ganz so eilig wie EZB oder Fed hat, zeigte sich nicht zuletzt auch an der Tatsache, dass die Währungshüter im Februar ihr geldpolitisches Statement noch mit einem „Tightening Bias“ versehen hatten. Diesen haben sie nun aufgegeben, auch wenn RBA-Gouverneurin Bullock auf der anschließenden Pressekonzferenz immer noch relativ „hawkish“ auftrat und Zinserhöhungen nicht gänzlich ausschließen wollte. Der australische Dollar reagierte dennoch empfindlich, notierte gegenüber dem US-Dollar nach der Sitzung nur knapp oberhalb der Marke von 0,65 USD.

Die jüngsten (monatlichen) Inflationsdaten seit der letzten Notenbanksitzung waren erneut nicht so hoch wie marktseitig erwartet, die Inflationsrate verharrte im Januar in Australien bei 3,4% (Konsens: 3,6%; je J/J). Allerdings lieferten die Preisdaten kaum neue Informationen über die in den letzten Monaten nicht so schnell rückläufige Inflation im Dienstleistungsbereich (für viele Dienstleistungskategorien werden die Preise bei den monatlichen Datenveröffentlichungen erst im letzten Monat eines jeden Quartals erhoben). Wir gehen im Gegensatz zur RBA davon aus, dass die Headline-Inflation im dritten Quartal bereits die Obergrenze (3%) des Inflationszielbandes erreicht, was auch die Tür für erste Zinssenkungen ab Herbst öffnen dürfte. Die neuesten Arbeitsmarktdaten zeigen aber aktuell alles andere als Abkühlungstendenzen – im Februar kam es zu einem unerwartet deutlichen Beschäftigungswachstum, die Arbeitslosenquote sank zudem von 4,1% auf 3,7% (Konsens: 4,0%). Dennoch dürften sich die Arbeitsmarktbedingungen in den kommenden Monaten entspannen, was nicht nur zu einem nachlassendem Lohndruck, sondern vor allem auch zu einer rückläufigen Inflation im Dienstleistungsbereich führen sollte. Schützenhilfe für den weiteren Disinflationsprozess dürfte zudem erstens eine im ersten Halbjahr eher schwache konjunkturelle Dynamik liefern. Wir rechnen mit einem eher anämischen BIP-Wachstum von +0,2% und +0,3% (je Q/Q) in den ersten beiden Quartalen, nachdem dieses im Schlussquartal 2023 mit +0,2% (Q/Q) bereits schwach ausfiel. Zweitens sollte ein Anstieg der Arbeitsproduktivität (gemessen in BIP pro geleistete Arbeitsstunde) zu niedrigeren Lohnstückkosten führen. Das Produktivitätswachstum in Australien war in den letzten Jahren äußerst schwach und die RBA sieht dies als mögliches Aufwärtsrisiko für die Inflation. Dieses Wachstum zog im Schlussquartal 2023 nun zum zweiten Mal in Folge (gegenüber dem Vorquartal) wieder etwas an und die Notenbank rechnet mit einer sich weiter verbessernden Produktivität in den kommenden Quartalen.

In Neuseeland ist die Teuerungsrate mit 4,7% (J/J) ebenfalls noch deutlich über dem 1-3%-Inflationszielband der Notenbank (RBNZ). Allerdings scheinen die Kiwi-Währungshüter insgesamt zufrieden mit dem Disinflationsprozess zu sein. „Alle Inflationsmaße – handelbare, nicht handelbare und Kerninflation – sind wieder rückläufig, was eine gute Nachricht ist“, so RBNZ-Gouverneur Orr kürzlich. Die erste Zinsentscheidung im neuen Jahr vor einigen Wochen war zudem insgesamt „dovisier“ als erwartet: zum einen revidierten die Stabsmitarbeiter die Projektion für den Leitzins leicht nach unten, zum anderen wurde in der geldpolitischen Erklärung nicht mehr von der Option einer weiteren Zinserhöhung gesprochen. Dennoch rechnen die Währungshüter noch mit keiner geldpolitischen Lockerung in 2024, während in den Geldmarktsätzen auf Jahressicht bereits drei Zinssenkungen vollständig eingepreist sind.

RBA verzichtet auf „Tightening Bias“

Inflation im Januar erneut niedriger als Markterwartung

Rechnen mit Erreichen des Inflationszielbandes ab Q3 2023; öffnet Tür für Zinssenkungen

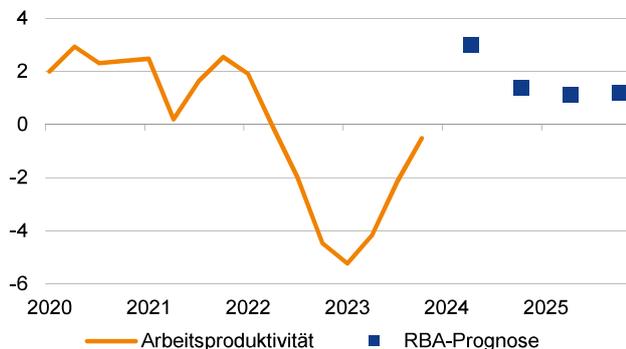
Weitere Disinflation durch schwaches Wachstum...

... sowie Anstieg der Produktivität, was zu niedrigeren Lohnstückkosten führen sollte

RBNZ zufrieden mit Disinflationsprozess

AU: VERBESSERUNG DER PRODUKTIVITÄT SOLLTE ZU RÜCK-LÄUFIGEN LOHNSTÜCKKOSTEN FÜHREN

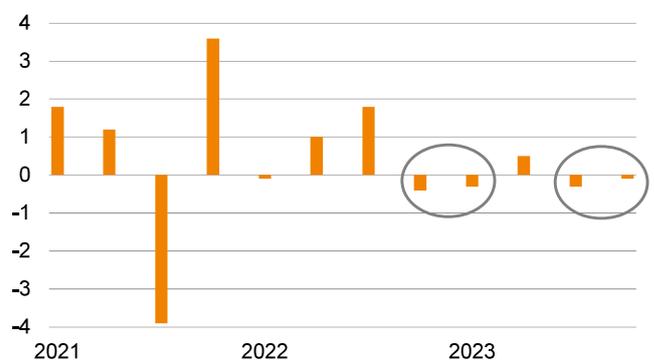
ARBEITSPRODUKTIVITÄT = BIP PRO ARBEITSSTUNDE, IN % (J/J)



Quelle: Australian Bureau of Statistics (ABS), RBA, DZ BANK

NZ: NEUSEELAND BEFAND SICH IM ZWEITEN HALBJAHR DES VERGANGENEN JAHRES ERNEUT IN EINER REZESSION

BIP-WACHSTUM, IN % (Q/Q)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Während Daten zur Preisentwicklung in Neuseeland Mangelware sind (das statistische Amt Neuseelands liefert nur vierteljährlich vollständige Verbraucherpreisdaten), werden Marktteilnehmer seit einiger Zeit zumindest mit monatlichen Daten einzelner Komponenten (u.a. Lebensmittel, Wohnen und Energiepreise) vertröstet. Insbesondere der Rückgang der Inflation für Lebensmittel, die zuletzt zu den Haupttreibern der Inflationsrate insgesamt in Neuseeland zählte und von 4,8% im Dezember auf mittlerweile 2,1% (je J/J) im Februar sank, weckt Hoffnungen auf frühere Zinssenkungen der RBNZ. Die Notenbank sollte aber auch die schwächelnde Wirtschaft im Auge behalten: die Q4-BIP-Daten fielen mit -0,1% (Q/Q) erneut schwächer aus als marktseitig (0,1% Q/Q) und von der RBNZ (0,0% Q/Q) erwartet, wodurch Neuseeland im zweiten Halbjahr 2023 zum zweiten Mal innerhalb eines Jahres eine Rezession durchlaufen hat. Angesichts dieser jüngsten Entwicklungen rechnen wir auf Jahressicht mit zwei Zinssenkungen.

Bis dato haben „Aussie“ und „Kiwi“ vor allem eins gemeinsam: sie dürften von der Tatsache profitieren, dass RBA und RBNZ später als EZB und Fed mit ersten Zinssenkungen beginnen. Angesichts fehlender inländischer Impulse – die Konjunkturaussichten sind eher gedämpft – sowohl in Australien als auch in Neuseeland dürfte das Aufwärtspotenzial der beiden Währungen gegenüber Euro und US-Dollar jedoch beschränkt sein.

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

Fundamentales Umfeld dürfte auf Jahressicht Spielraum für zwei Leitzinssenkungen geben

Aufwärtspotenzial von „Aussie“ und „Kiwi“ begrenzt

Kanada: Weitere Daten erforderlich; zunehmende Hoffnungen auf Zinssenkung im Sommer

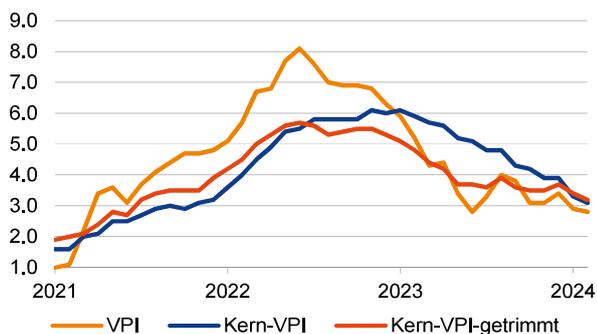
Langsam weicht der Winter dem Frühjahr, und parallel dazu fallen Kanadas Wirtschaftsdaten allmählich günstiger aus. Da sich der Außenhandel besser als erwartet entwickelt hat, wurde das Minus des BIPs im dritten Quartal in Höhe von 0,5% (Q/Q) wettgemacht und eine Expansion um 1,0% (Q/Q) erzielt. Die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich dadurch von 0,5% auf 0,9%. Das Wachstum dürfte zwar vorerst weiter schwächeln, aber die Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine leichte Belebung im zweiten Halbjahr hin.

Positive Wachstumsrate in Q4 bedeutet, dass Rezession vermieden wurde; Konjunktur sollte sich 2024 allmählich beleben

Den jüngsten Inflationsdaten zufolge hält der Disinflationstrend an. Im Februar lag die Gesamtrate des VPI noch bei 2,8% (J/J) (Januar: 2,9%, J/J), und die getrimmte Kernrate, die über weite Strecken der vergangenen zwölf Monate hinweg besonders hartnäckig war, ging von 3,4% im Januar auf 3,2% im Februar (jeweils J/J) zurück. Damit liegt die Gesamtrate gerade eben innerhalb des Zielkorridors der Bank of Canada (BoC) von 1-3%. Bevor die BoC jedoch eine Zinssenkung in Betracht zieht, wird sie wohl weitere Hinweise auf eine Inflationsverlangsamung (und zwar nicht nur in der Gesamtrate) sehen wollen – und das dürfte noch eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen. Neben den VPI-Daten sollte die BoC auch zur Kenntnis genommen haben, dass sich die Arbeitsmarktsituation zuletzt wieder etwas verschlechtert hat. Die Arbeitslosenquote lag vor einem Jahr bei knapp 5%, im Februar dagegen bei 5,8%. Gleichzeitig ging der Anstieg der Stundenlöhne im Februar zum ersten Mal seit sieben Monaten auf knapp 5% (J/J) zurück. Wenn sich die Arbeitsmarktdynamik weiter abschwächt, dürfte die BoC mit größerer Sicherheit von einer dauerhaften Rückkehr der Inflationsrate in den Zielkorridor ausgehen können.

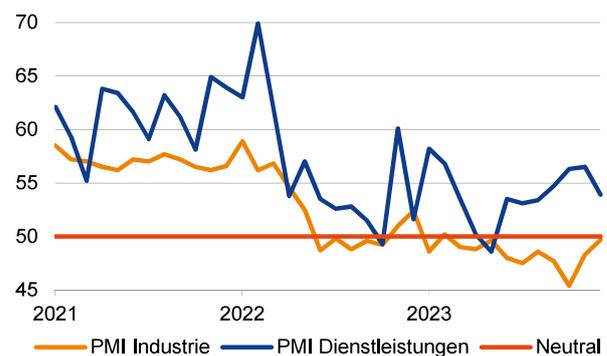
Disinflationstrend hält an, Arbeitsmarkt nicht mehr so robust

ERNEUT SINKENDE INFLATIONSRATE VERSCHAFFT DER BANK OF CANADA SPIELRAUM ALLE INFLATIONSWERTE, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTEN AUF BESSERE VERFASSUNG DER WIRTSCHAFT IM ZWEITEN HALBJAHR HIN IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Vor diesem Hintergrund dürfte die BoC im Frühjahr noch nichts an der Geldpolitik ändern. Zum Sommer hin sollten die Wirtschaftsdaten jedoch darauf hindeuten, dass die Inflation nicht nur wieder unter Kontrolle ist, sondern auch dauerhaft sinkt. Damit wäre der Weg für die BoC frei, ihren geldpolitischen Kurs ab Juni zu ändern. Als ersten Schritt erwartet die DZ BANK eine moderate Zinssenkung um 25 Basispunkte. Solange es die Wirtschaftsdaten zulassen, besteht in der zweiten Jahreshälfte wohl Spielraum für weitere Zinssenkungen.

Erster Lockerungsschritt der Bank of Canada voraussichtlich im Juni: Zinssenkung um 25 Bp erwartet

Auf Sicht von drei bis sechs Monaten wird wohl nicht nur die BoC auf einen weniger restriktiven Kurs in der Geldpolitik einschwenken. Die EZB und die Fed dürften ihre Geldpolitik ebenfalls lockern. Dabei wird die BoC – ausgehend von den bisherigen Äußerungen – von diesen drei Zentralbanken wohl noch den restriktivsten Kurs verfolgen. Dementsprechend könnte der kanadische Dollar in den kommenden Monaten gegenüber dem US-Dollar und dem Euro leicht aufwerten und USD-CAD bzw. EUR-CAD sich in Richtung 1,32 CAD bzw. 1,43 CAD bewegen.

Andere wichtige Zentralbanken wohl „dovisher“ als die BoC, sodass der Loonie leicht aufwerten könnte

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

Skandinavien: Abschwächung der Inflation schürt Zinssenkungserwartungen

Schwedens Wirtschaftsleistung dürfte im zurückliegenden Kalenderjahr leicht geschrumpft sein und im laufenden Jahr stagnieren. Dies ist angesichts der hohen Zinssensitivität der schwedischen Wirtschaft und der schwachen Realeinkommen eine bemerkenswerte Leistung. Die Zinssätze sollten ihren Höchststand erreicht haben, die Inflation geht weiter zurück und da die Lohnerhöhungen mittlerweile über der Inflation liegen, werden die Haushalte in den Genuss von Realeinkommenszuwächsen kommen. Unserer Prognose zufolge wird sich das BIP-Wachstum bis 2025 auf 1,8% erhöhen. Der Arbeitsmarkt schwächt sich allmählich ab, was sich in weniger offenen Stellen und mehr Entlassungen zeigt. Die CPIF-Inflation (CPI mit festem Zinssatz) hat von 3,3% im Januar auf 2,5% im Februar nachgegeben, während die Kerninflation auf 3,5% sank (alle Angaben J/J). Gesamtinflation wie Kerninflation sollten ihren Abwärtspfad fortsetzen. Die anhaltende Disinflation bestärkt uns in der Ansicht, dass die Riksbank die Zinsen im Juni senken wird. Unserer Meinung nach wird die Riksbank mit weiteren Zinssenkungen aber sehr vorsichtig taktieren. Zu groß ist die Gefahr, dass eine erneute Krone-Schwäche zu einem Aufwärtsrisiko für die Inflation wird.

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeaufschläge zur Eurozone wenig Anziehungskraft besitzt. Zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren derzeit mit einem leichten Abschlag zur 10J-Bundesanleihe, bei den zweijährigen Laufzeiten beträgt der Spread sogar minus 17 Basispunkte. Da wir nach dem moderaten Wirtschaftsabschwung im zurückliegenden Jahr, eine lediglich stabile Wirtschaftsleistung erwarten, besteht für Schwedens Währung mittelfristig kaum Erholungspotenzial. Auch die absehbare Leitzinswende spricht nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass der CPIF-Index weiter nachgeben sollte und sich auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im laufenden Jahr von derzeit 4,5% auf 2,5% (jeweils J/J) deutlich abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,10 SEK.

Schweden: Schwaches Wachstum mit Aussicht auf Besserung

Gesamtinflation wie Kerninflation weiter rückläufig erwartet

Erste Leitzinssenkung dürfte im Juni erfolgen

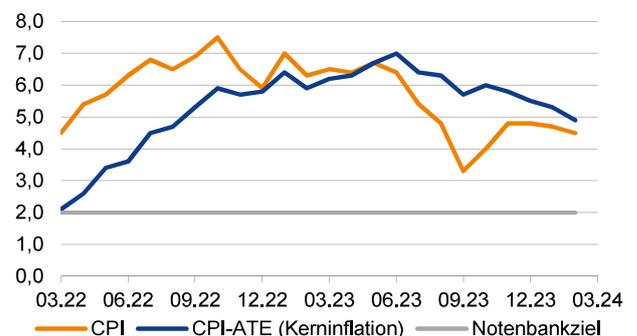
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,10 SEK erwartet

SCHWEDEN: 10J-BUNDSREAD WIEDER NEGATIV IN BASISPUNKTEN



Quelle: LSEG, DZ BANK

NORWEGENS INFLATION IM ABWÄRTSTREND ALLE WERTE IN %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Die norwegischen Inflationsdaten für Februar bestärken uns in unserer Überzeugung, dass die Norges Bank die Zinsen früher senken wird, als es bislang ihre Prognosen vermuten lassen. Der Rückgang der Gesamtinflation von 4,7% im Januar auf 4,5% im Februar lag deutlich unter der Prognose der Norges Bank (5,3%) und den Konsenserwartungen (4,9%, alle Angaben J/J). Entscheidend ist, dass auch die

Inflation merklich gesunken

Wir erwarten nachgebende Inflationsraten sowie auf Zwölf-Monatsfrist höhere Rohölpreise

Kerninflation stärker als erwartet gesunken ist, von 5,3% im Januar auf ein 18 Monatstief von 4,9% (Norges Bank: 5,5%; Konsens: 5,3%, jeweils J/J). Während dies zum Teil auf einen starken Rückgang der Lebensmittelpreise zurückzuführen war, die in vielen anderen Ländern nicht in den Messgrößen der Kerninflation enthalten sind, gab es auch stärkere Rückgänge bei anderen Komponenten. Wir gehen davon aus, dass die Gesamt- und Kerninflationsraten in den kommenden Monaten weiter sinken werden und erwarten die erste Zinssenkung bereits im dritten Quartal. Dem hat sich nun auch die Norges Bank in ihrer geldpolitischen Erklärung nach der März-Sitzung angeschlossen. Deren überarbeitete Prognose zeigt nun auch, dass der Leitzins bis zum Herbst bei 4,5% liegen wird, bevor er allmählich sinkt.

Unser positiver Ausblick für die norwegische Krone beruht auf mehreren Faktoren. So ist von der norwegischen Geldpolitik vorerst noch mit weiterer Unterstützung zu rechnen, da die Norges Bank zu den Notenbanken gehören dürfte, die den Leitzinssenkungszyklus vergleichsweise spät einleiten werden. Die Entwicklungen beim Ölpreis und Renditespread – wichtige Impulsgeber für die Krone – sprechen ebenfalls für Norwegens Währung. In den kommenden Monaten dürfte sich der Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen zwar leicht einengen, auf Jahresfrist aber wieder über den aktuellen Niveaus liegen. Beim Brent-Rohölpreis gehen wir auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um 11% auf 95 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,25 NOK.

Auf Jahresfrist EUR-NOK-Notierungen um 11,25 NOK wahrscheinlich

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

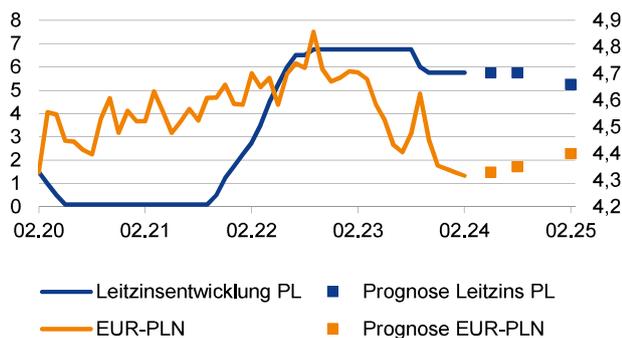
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitik weiterhin im Fokus von Zloty und Co.

Die polnische Notenbank (NBP) hat den Leitzins im März einmal mehr wie allgemein erwartet unverändert bei 5,75% belassen und ein in nächster Zeit unverändertes Leitzinsniveau in Aussicht gestellt. Da die dortigen Währungshüter die Auffassung vertreten, dass das derzeitige Zinsniveau geeignet ist, um das mittelfristige Inflationsziel der NBP zu erreichen, haben wir unsere Leitzinsprognose revidiert. So rechnen wir angesichts dieser Einschätzung der Zentralbank sowie der Erwartung, dass die Preisrisiken im zweiten Halbjahr wieder zunehmen sollten, nun auf Sicht von drei und sechs Monaten mit einem unveränderten Leitzinsniveau von 5,75%. Die nächsten geldpolitischen Lockerungen sollten erst auf Jahressicht erfolgen und zudem moderat ausfallen. Konkret sehen wir das polnische Leitzinsniveau auf Sicht von zwölf Monaten jetzt bei 5,25%.

NBP dürfte Leitzins länger als bislang von uns erwartet unverändert belassen

POLEN: REVIDIERTE LEITZINS- UND WÄHRUNGSPROGNOSEN
LS: LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSE, IN %;
RS: EUR-PLN-ENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FORINT IN DER DEFENSIVE; HOFFNUNG AUF GELDPOLITISCHE UNTERSTÜTZUNG
KURSENTWICKLUNG EUR-HUF, INVERS



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die revidierte Leitzinsprognose geht auch an unseren entsprechenden PLN-Erwartungen nicht spurlos vorüber. Bislang haben wir auf kurze Sicht noch einen Rücksetzer des Zlotys gegenüber dem Euro erwartet, bevor er wieder Kursgewinne verzeichnen sollte. Anlass zu dieser Einschätzung gab uns unsere Prognose eines auf Sicht von drei Monaten niedrigeren Leitzinsniveaus sowie die Sorge, dass es zu einem offen ausgetragenen Konflikt zwischen Regierung und NBP (Stichwort: Anklage Notenbankchef) kommen könnte. Wenngleich der letzte Punkt zusammen mit geopolitischen Risiken immer noch im Raum steht und weiterhin für temporäre Verunsicherung beim Zloty sorgen könnte, so fällt der PLN-Belastungsfaktor durch die kurzfristig erwartete Leitzinssenkung weg. Alles in allem sehen wir die polnische Landeswährung jetzt auf Sicht von drei und sechs Monaten gegenüber dem Euro weiterhin gut behauptet. Neben dem anhaltend restriktiven Leitzinsniveau dürfte auch die sich sowohl in Polen als auch der EWU abzeichnende konjunkturelle Erholung dem Zloty zugutekommen. In diesem Zusammenhang ist auch die Freigabe weiterer EU-Gelder als PLN-positiv zu nennen, der weitere folgen sollten. Von globaler Seite dürfte dem Zloty via eines freundlicheren EM-Sentiments zudem die Aussicht auf erste US-Leitzinssenkungen in die Hände spielen.

Revidierte EUR-PLN-Prognose

Auf Jahressicht gehen wir nun davon aus, dass die bis dahin in Polen aufgekommenen marktseitigen geldpolitischen Lockerungserwartungen bzw. letztendlich die Wiederaufnahme von Leitzinssenkungen den Zloty gegenüber dem Euro schwächer ten-

Aussicht auf niedrige Leitzinsen sollte Zloty auf Jahressicht einen Gang zurückschalten lassen

dieren lassen sollten. Übermäßige bzw. nachhaltige Kursverluste dürften der polnischen Landeswährung jedoch in einem freundlichen fundamentalen Umfeld bei weiterhin vergleichsweise hohen Zinsen erspart bleiben. Die eingangs genannten Risikofaktoren (Geopolitik sowie innenpolitischer Streit zwischen dem alten und dem neuen Regierungslager) könnten jedoch auch in diesem Zeitfenster immer mal wieder aufflammen und dem Zloty das Leben zeitweise schwerer machen.

Was den ungarischen Forint betrifft, so steht dieser nach wie vor unter Abgabedruck. Neben der marktseitigen Sorge, dass die Politik via einer entsprechenden Gesetzesänderung verstärkt Einfluss auf die geldpolitischen Entscheidungen der ungarischen Zentralbank (MNB) nehmen könnte, setzt dem Forint auch das zuletzt beschleunigte Tempo der Leitzinssenkungen zu. So lockerte die MNB doch die geldpolitischen Zügel jüngst um 100 Bp, nachdem sie die Leitzinsen in den Monaten zuvor nur um jeweils 75 Bp nach unten genommen hatte. Am Dienstag (26. März) steht nun die nächste geldpolitische Entscheidung der MNB auf der Agenda. Angesichts der Schwäche des Forints sowie der damit einhergehenden Inflationsrisiken gehen wir davon aus, dass die ungarische Notenbank wieder Tempo aus dem Leitzinssenkungszyklus nehmen und die Zinsen erneut nur noch um 75 Bp senken wird. Begleitet werden dürfte diese geldpolitische Entscheidung von einer „hawkishen“ Erklärung, in der die MNB nicht ausschließen sollte, das Ausmaß der Leitzinssenkungen bei Bedarf noch weiter zu reduzieren. Wenngleich der Forint diese Aussage für sich betrachtet wohlwollend zur Kenntnis nehmen dürfte, so sollte ihm zugleich auch bewusst sein, dass die MNB damit weiter auf Konfrontationskurs zur dortigen Regierung, welche auf ein deutlich niedrigeres Zinsniveau drängt, gehen würde.

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

MNB sollte Tempo aus Leitzinssenkungen nehmen

Türkei & Südafrika: Inflationszahlen bereiten Sorgen

Die türkische Notenbank (TCMB) hat den Leitzins (One-Week Repo Rate) bei ihrer jüngsten Sitzung entgegen den Markterwartungen (unverändert) um 500 Bp auf nun 50% angehoben. Wenngleich die zuletzt erneut stärker als allgemein erwartet gestiegene Inflation eine weitere geldpolitische Straffung rechtfertigt, so ist der Zeitpunkt dieser Erhöhung angesichts der Ende des Monats in der Türkei stattfindenden Lokalwahlen jedoch ungewöhnlich. Es scheint, als ob die TCMB mit dieser Entscheidung auch ein Zeichen für ihre politische Unabhängigkeit setzen möchte. Gelingt es der AKP unter dem Vorsitz von Staatspräsident Erdogan nicht, bei den Bürgermeisterwahlen in den Metropolen des Landes, z.B. Istanbul und Ankara, die Rathäuser politisch von der Opposition zurückzugewinnen, sollte es nicht verwundern, wenn der verbale regierungsseitige Gegenwind für die TCMB zumindest vorübergehend wieder zunimmt.

TCMB hebt Leitzins überraschend kurz vor Lokalwahlen erneut an

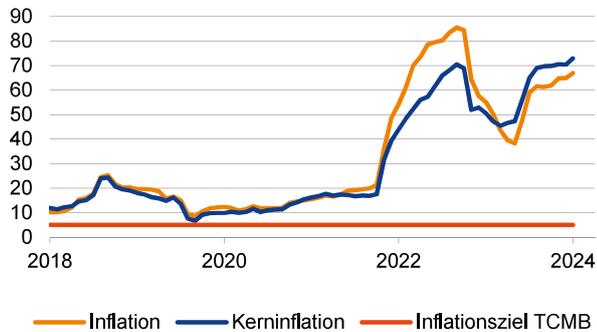
Wenngleich die Chancen der AKP-Kandidaten, Rathäuser in den großen Städten des Landes von der Opposition (CHP) zurückzugewinnen angesichts der massiven ökonomischen Probleme eigentlich eher begrenzt sein sollten, so könnte die AKP jedoch davon profitieren, dass die Oppositionsparteien im Wahlkampf nicht (mehr) mit einer Stimme sprechen. Dass es der Opposition nicht gelungen ist, ihr Anti-Erdogan-Bündnis aufrechtzuerhalten, ist u.a. auf persönliche Streitereien und Revierkämpfe zurückzuführen. Vereinfacht ausgedrückt möchte jede Partei ihren eigenen Bürgermeister stellen oder als Gegenleistung für die Unterstützung eines bestimmten Kandidaten, wie z.B. Imamoglu (amtierender Bürgermeister Istanbul), Posten in der kommunalen Verwaltung erhalten. Damit scheint es der Opposition in ers-

Türkische Opposition spricht nicht mit einer Stimme und schwächt sich dadurch selbst

ter Linie nicht darum zu gehen, die politische Macht der AKP einzudämmen, sondern darum, Ämter auf lokaler Ebene zu gewinnen.

INFLATIONSKRISE NACH WIE VOR BELASTUNGSFAKTOR NR.1 FÜR DIE TÜRKISCHE LIRA

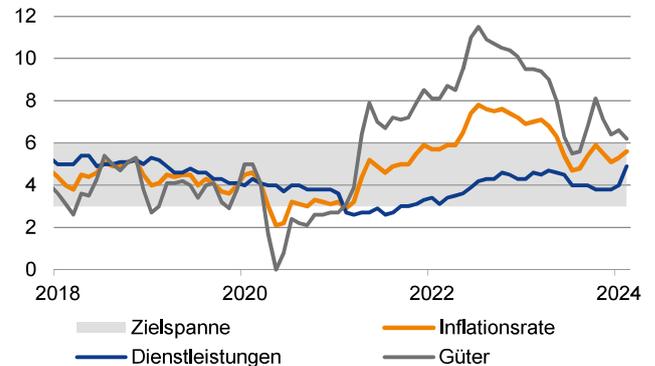
ALLE TÜRKISCHEN INFLATIONSWERTE IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PREISSCHUB BEI DIENSTLEISTUNGEN VERHAGELT SÜDAFRIKAS PREISZAHLEN

GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg, SARB, DZ BANK

In ihrer zweiten Zinssitzung des Jahres in der kommenden Woche wird die South African Reserve Bank den Leitzins erneut unverändert bei 8,25% belassen. Notenbankgouverneur Kganyago hatte wiederholt betont, dass die Inflationsrate nachhaltig in die Mitte der Zielspanne bei 4,5% gedrückt werden solle. Entsprechend machten spätestens die Preiszahlen für den Februar mit ihrem merklichen Anstieg der Jahresrate auf 5,6% alle Zinssenkungshoffnungen zunichte. Unerfreulich war vor allem auch der kräftige Sprung der Kernrate auf 5,0% (J/J). Hier schlugen die deutlichen Aufschläge bei Versicherungsdienstleistungen besonders durch. Entspannt hat sich dagegen der Preisauftrieb bei den Nahrungsmitteln und auch den Gütern insgesamt. Für eine Zinssenkung zu einem späteren Zeitpunkt in diesem Jahr spricht zudem der Rückgang der Inflationserwartungen in einer vierteljährlichen Befragung. Wichtiger als die Geldpolitik sind derzeit jedoch die Parlamentswahlen am 29. Mai. Eine erste Zinssenkung bereits am Tag nach der Wahl, Termin der nächsten regulären Zinssitzung, erscheint auch angesichts der zu erwartenden politischen Unsicherheiten nicht angemessen. Noch dürfte die Sitzung Mitte Juli als Termin für eine erste Lockerung jedoch die wahrscheinlichste Option zu sein.

Erste Zinssenkung in Südafrika erst nach den Wahlen

Nach der Elektrizitätsversorgung und dem Transportsektor deutet sich nun bei der Wasserversorgung der nächste Bereich an, in dem staatliche Unternehmen durch unterlassene Instandhaltungen für erhebliche Folgeprobleme verantwortlich sind. Dies fällt naheliegenderweise auf den regierenden ANC zurück. Jüngste Umfragen bestätigen, dass der ANC seine bisherige absolute Mehrheit bei den Wahlen verlieren dürfte. Die in den Umfragen nunmehr berücksichtigte neugegründete MK-Partei, die mit Ex-Präsident Zuma als ihren Spitzenkandidaten antritt, sprang gleich auf den dritten Platz. Trotz der Verluste wird der ANC klar die stärkste Partei bleiben und eine Koalitionsregierung mit dem ANC an der Spitze oder eine Minderheitsregierung sind die wahrscheinlichsten Varianten. Angesichts der Erfahrungen mit Koalitionsregierungen auf kommunaler Ebene, droht allerdings eine wenig stabile Administration, was auch dem Rand einiges Kopfzerbrechen bereiten könnte.

ANC droht Verlust der absoluten Mehrheit

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

China: Ambitionierte Ziele und BIP-Bestandsaufnahme vom Jahresauftakt

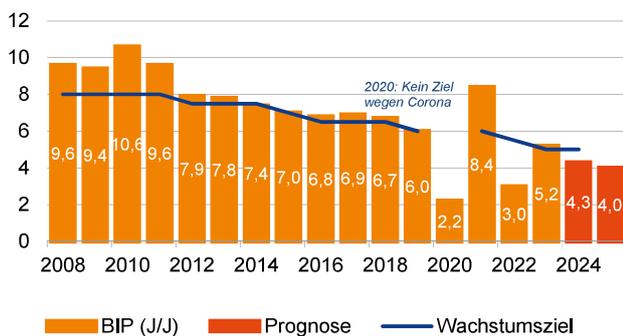
Inmitten von Immobilienkrise und geopolitischen Risiken hat sich Peking zu seinem offiziellen Wachstumsziel von „rund 5%“ bekannt, das als ambitioniert, wenn nicht illusorisch charakterisiert werden muss. Zwar war es im letzten, ebenfalls von diversen Herausforderungen geprägten Jahr gelungen, das Ziel mit einem BIP-Plus von 5,2% (J/J) sogar noch zu übertreffen. Ein essenzieller Faktor dabei waren allerdings die Post-Corona-Basiseffekte in der Statistik, die die Zahlen 2023 nach oben getrieben hatten und auf die wir 2024 verzichten müssen. Insofern bedeutet die jüngste Bestätigung des Wachstumsziels eigentlich eine de-facto-Anhebung der zu erreichenden Dynamik. Mit einem niedrigeren Wert ein realistisches Ziel zu setzen, hätte die ohnehin fragilen Finanzmärkte des Landes wohl ins Straucheln gebracht und war daher keine echte Alternative.

Dennoch dürften die Hoffnungen ins Leere verlaufen, dass die Regierung mit einem großzügigen Konjunkturpaket zur Hilfe eilt. Da die Verschuldungssituation von Kommunen und Provinzen inzwischen zu angespannt ist, besteht bestenfalls Spielraum für punktuellen Stimulus auf nationaler Ebene. Stattdessen setzt Peking auf neue Wachstumskräfte durch Zukunftstechnologien (Künstliche Intelligenz, BigData, 5G). Längerfristig betrachtet sind dies sicher wichtige Schlüsselfaktoren, um das Potenzialwachstum zu stärken und den Wohlstand des Landes zu steigern. Kurzfristig werden deren Impulse jedoch nicht reichen, um die aktuelle Wachstumsschwäche zu überwinden. Wir gehen deshalb davon aus, dass die chinesische Wirtschaft die staatliche Vorgabe deutlich verfehlen wird, und belassen unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr unverändert bei 4,3%. Wie es zum Jahresauftakt um die konjunkturelle Lage bestimmt war, erfahren wir am 16. April, kurz vor der nächsten Ausgabe des Devisen Monthly, in Form der BIP-Daten für das erste Quartal. Das Umfeld für den Yuan bleibt herausfordernd, und seine Stabilität der letzten Monate widerspricht bei objektiver Betrachtung dem fundamentalen Umfeld aus Wachstumsschwäche, Immobilienkrise und globalem Zinsnachteil.

Wachstumsziel 2024 kaum zu erreichen

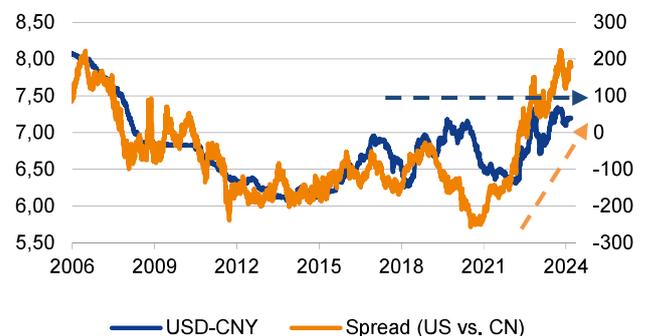
Spielraum für staatlichen Stimulus begrenzt

BEIBEHALTUNG DES WACHSTUMSZIELS FÜR 2024 IST AMBITIONIERT
BIP-WACHSTUM, IN % (J/J)



Quelle: National Bureau of Statistics of China (NBS), DZ BANK

YUAN TROTZ DER UNGÜNSTIGEN ZINSDIVERGENZ
USD-CNY (L.S.) UND ZINSDIFFERENZ USA VS. CHINA (10J-STAATSANLEIHEN (R.S.)), IN BP



Quelle: LSEG, DZ BANK

Mit diesen Ausführungen ignorieren wir den im Raum stehenden Elefanten: den Ausgang der US-Wahl. Die Frage „Biden oder Trump“ dürfte zahlreiche Folgen haben - politisch, gesellschaftlich, ökonomisch, in den USA und weltweit. China sollte

USD-CNY-Stabilität: die Ruhe vor dem politischen Sturm?

zu den Währungsräumen gehören, für die das Wahlergebnis den größten Unterschied zwischen Haupt- und Alternativszenario ausmacht. Um den zahlreichen Detailfragen (nicht nur für China) gerecht zu werden, wird sich das DZ BANK Research damit in Kürze an anderer Stelle ausgiebig beschäftigen. Wieviel Yuan-Schwäche ist nötig, um die konjunkturellen Folgen möglicher US-Strafzölle auszugleichen? Sicherlich deutlich mehr als politisch vertretbar wäre, ohne das Risiko eines langfristigen Reputationsschadens einzugehen. Werden Kapitalverkehrskontrollen zur Stabilisierung erforderlich sein oder genügen die etablierten Yuan-Stützungskäufe (seien sie offen durch die SAFE oder heimlich durch die staatlichen Geschäftsbanken), um den Abwärtsdruck aufzufangen? Ohne diesen Fragen vorwegzugreifen, sollte eines unstrittig sein: Von der Stabilität, die wir in den letzten Monaten in USD-CNY gesehen haben, werden wir uns vielleicht schon bald verabschieden müssen.

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

Brasilien & Mexiko: Wachstumserwartungen verbessert

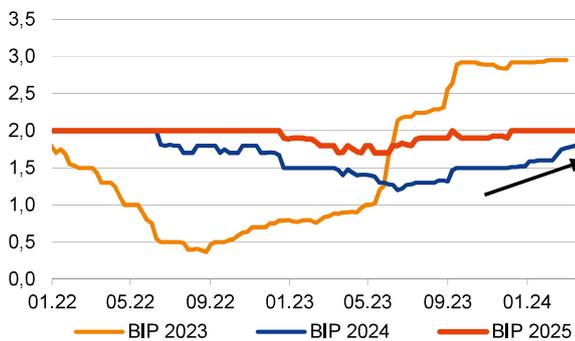
Die Landwirtschaft trägt in Brasilien etwa 7% zur Wertschöpfung bei. Dies ist deutlich mehr als bei den anderen der von uns betrachteten Währungsräume. In Relation zu Wirtschaftszweigen wie dem Verarbeitenden Gewerbe (15%) oder den Dienstleistungen (67%) erscheint die Bedeutung zwar auch in Brasilien überschaubar, tatsächlich hängt aber noch ein größerer Teil der Wirtschaft an der Landwirtschaft. Dies wird auch daran erkennbar, dass 2023 allein die Gruppe „Nahrungsmittel und lebende Tiere“ 24% der Exporterlöse ausmachte. Da für die Landwirtschaft die Witterungsbedingungen ein wichtiger Faktor sind, ist auch das Wetter für die gesamte brasilianische Wirtschaft und damit für die Währung von Bedeutung. Ein gutes Wetter verschaffte der Agrarindustrie im letzten Jahr insbesondere im ersten Quartal Rekordernten, die auch die Wirtschaftsleistung insgesamt nach oben trieben. Gedämpft wurde die Freude aber dadurch, dass die hohen Mengen auf die Preise drückten. Eine Wiederholung des starken letzten Jahres ist in der Landwirtschaft nicht zu erwarten, so dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum in diesem Jahr deutlich niedriger ausfallen wird, zumal die Wirtschaftsleistung bereits im zweiten Halbjahr 2023 stagnierte. Allerdings sind die aktuellen Wirtschaftsdaten für den Jahresauftakt recht ermutigend. Der monatliche Aktivitätsindex legte im Januar um 0,6% (M/M) zu, nachdem er schon im Dezember ein Plus um 0,8% (M/M) geschafft hatte. Auch die Einkaufsmanagerindizes signalisieren für Dienstleistungen und Industrie eine Belebung. Entsprechend sind die Wachstumsprognosen für dieses Jahr in den letzten Monaten sukzessive angehoben worden.

Das aufgehellte Konjunkturmilieu erlaubt es der Notenbank auch, die Kritik an noch immer zu hohen Leitzinsen aus der Regierung zu ignorieren. Auch nach der jüngsten Zinssenkung um wieder einmal 50 Bp ist der Leitzins mit 10,75% noch immer auf einem die Währung unterstützenden Niveau und dürfte dies zumindest bis in die zweite Jahreshälfte auch noch bleiben. In ihrer Stellungnahme deutete die Banco Central do Brasil zwar auch für die nächste Sitzung eine Senkung um 50 Bp an, bisher hatte sie aber solche Schritte für mehrere Termine in Aussicht gestellt. Damit gewann die Notenbank eine größere Flexibilität, auch wenn wir davon ausgehen, dass noch mehrere 50er Schritte erfolgen.

Große Bedeutung der Landwirtschaft dämpft in diesem Jahr die BIP-Zahlen, aktuelle Daten fallen aber erfreulich aus

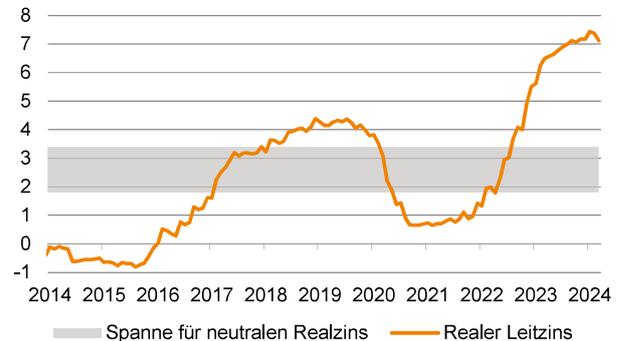
Noch einmal -50 Bp sind vorgezeichnet, danach größere Flexibilität

KONJUNKTURELLER OPTIMISMUS KEHRT IN BRASILIEN ZURÜCK ENTWICKLUNG DER KONSENS-WACHSTUMSPROGNOSEN IN %



Quelle: Bloomberg, Banco Central do Brasil, DZ BANK

REALZINS IN MEXIKO BLEIBT RESTRIKTIV IN %, REALER LEITZINS MIT 12M INFLATIONSERWARTUNG



Quelle: Bloomberg, Banco de México, DZ BANK

Nach fast einem Jahr mit unverändertem Leitzins hat die Banco de México im März mit ihrem Zinssenkungszyklus begonnen und ihre Zielmarke für Tagesgeld um 25 Bp auf 11,0% gesenkt. Zwar deutete sie weitere Schritte an, über diese werde aber künftig fallweise entschieden, so dass auch Pausen möglich sind. Angesichts der Wahlen Anfang Juni könnte bereits bei der nächsten Sitzung pausiert werden. Mit nur langsamen Zinssenkungen wird die Geldpolitik noch lange restriktiv bleiben. Ein Hinweis ist der reale Leitzins (mit den 12-Monatsinflationserwartungen berechnet), der weit oberhalb des von der Notenbank geschätzten neutralen Bereichs liegt. Die Notwendigkeit einer solchen Politik zeigten auch die jüngsten eher hartnäckigen Inflationsdaten, die die Notenbank dazu zwangen, ihre Inflationserwartungen für dieses Jahr gegenüber der letzten Notenbanksitzung im Februar geringfügig anzuheben. Die Wirtschaft des Landes lieferte zum Auftakt des Jahres eher erfreuliche Daten. Die noch vor einigen Monaten befürchtete deutliche Konjunkturabschwächung dürfte damit moderater verlaufen als bisher gedacht.

Geldpolitische Lockerung wird in Mexiko nur langsam verlaufen

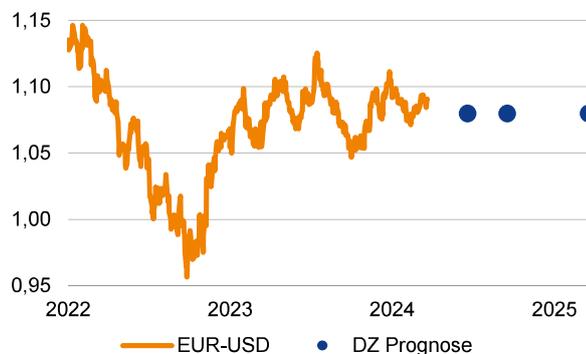
Einige Sorgen bereiten den Akteuren in Mexiko die Wahlen in den USA. Bereits der Wahlkampf 2016 hatte mit einigen verbalen Ausfällen des damaligen Kandidaten Trump für einen schwächelnden Peso gesorgt. Mittlerweile notiert der Peso gegenüber dem Dollar zwar sogar stärker als 2016, Trump kann aber auch jetzt die Währung noch bewegen. Dies zeigte sich kürzlich bei seiner Drohung, auf Autoimporte aus Mexiko einen Zollsatz von 100% zu erheben, auf die der Peso verschnupft reagierte. Hintergrund sind hier die Pläne von einigen chinesischen Autoherstellern, in Mexiko Produktionsstätten für E-Autos zu errichten, um damit den US-Markt zu bedienen. Dies zeigt exemplarisch zum einen die Stärke Mexikos als attraktiver Industriestandort, zum anderen aber auch die Anfälligkeit gegenüber der politischen Windrichtung in den USA.

Trump ein Risiko für den Peso

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

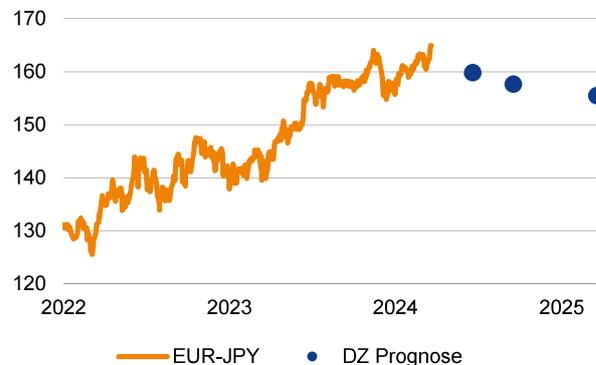
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



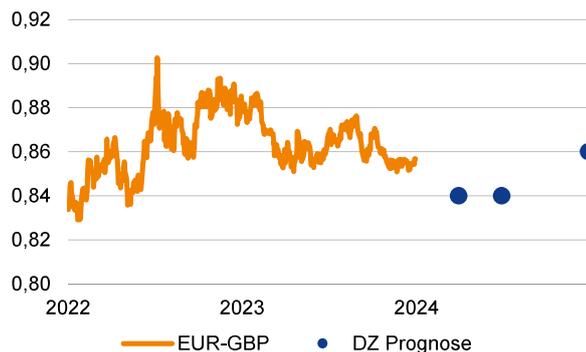
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



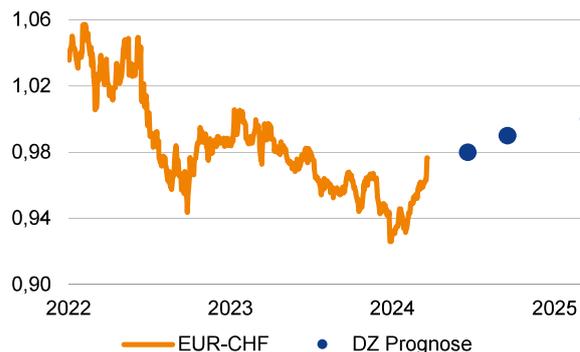
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



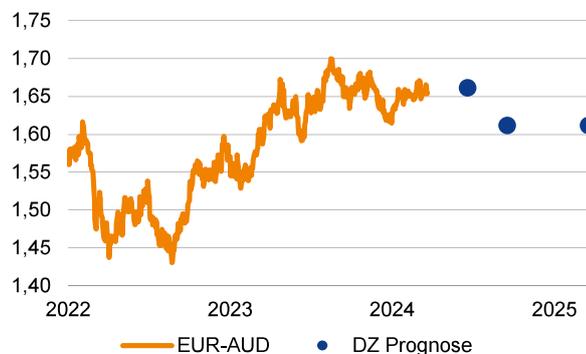
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



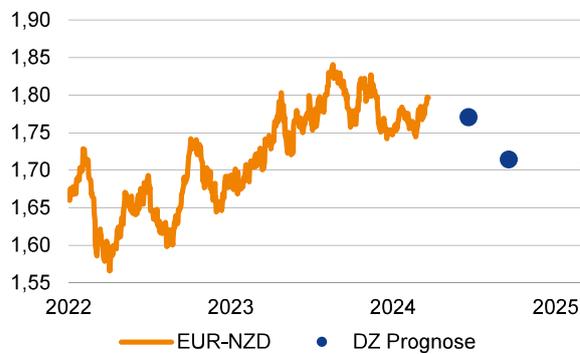
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



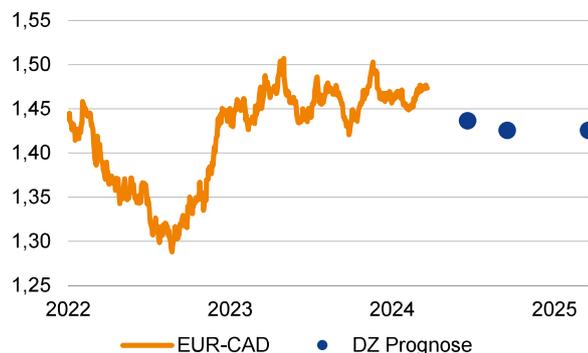
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



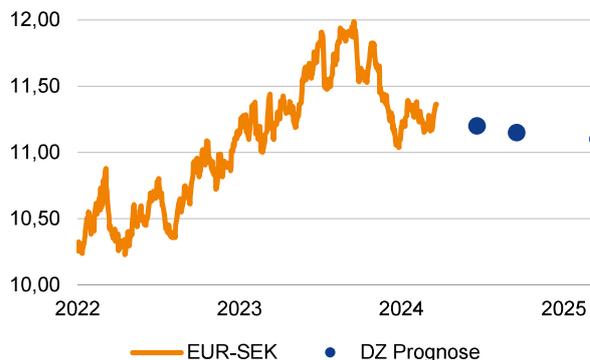
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



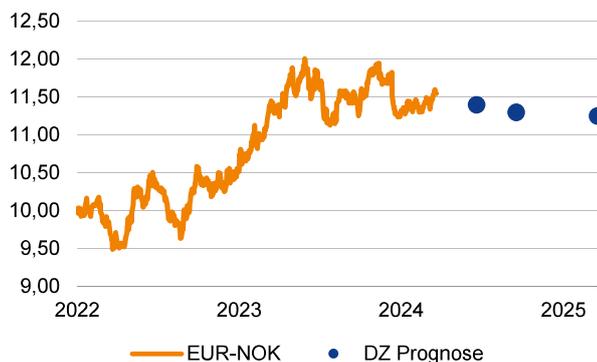
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



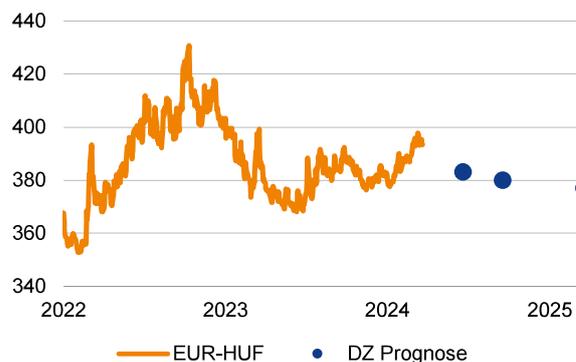
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



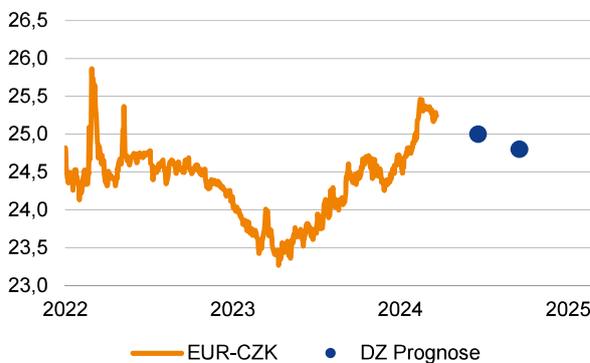
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



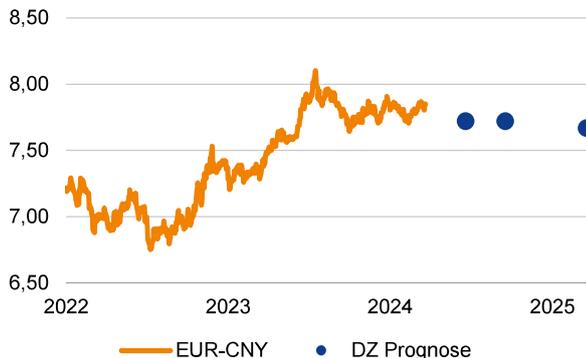
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



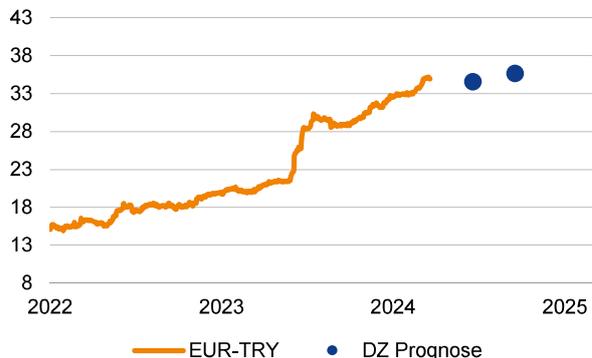
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



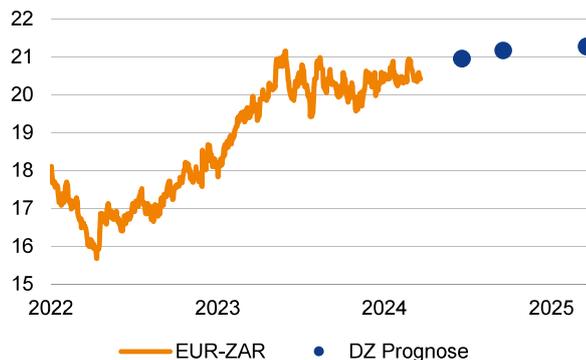
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



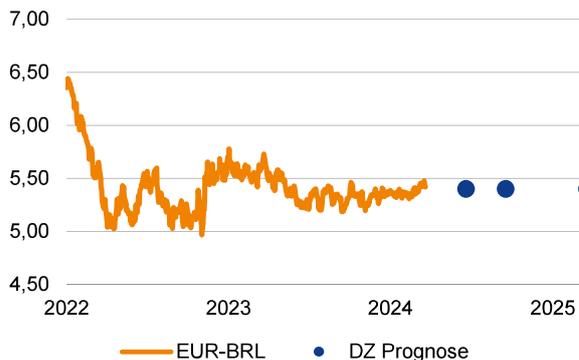
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

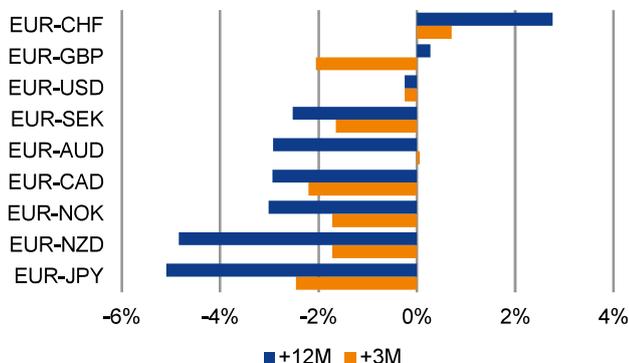
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

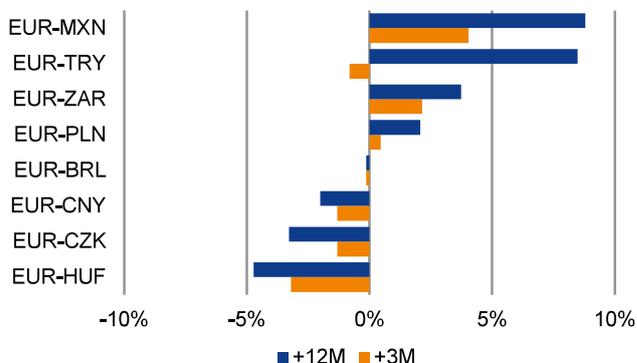
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,0827	1,08	1,08	1,08
EUR/GBP	0,8576	0,84	0,84	0,86
EUR/JPY	163,87	160	158	156
EUR/CHF	0,9731	0,98	0,99	1,00
EUR/AUD	1,6605	1,66	1,61	1,61
EUR/NZD	1,8015	1,77	1,71	1,71
EUR/CAD	1,4688	1,44	1,43	1,43
EUR/NOK	11,60	11,40	11,30	11,25
EUR/SEK	11,39	11,2	11,2	11,1
EUR/PLN	4,3102	4,33	4,35	4,40
EUR/CZK	25,33	25,0	24,8	24,5
EUR/HUF	395,7	383	380	377
EUR/TRY	0,00	34,6	35,6	37,8
EUR/ZAR	20,51	21,0	21,2	21,3
EUR/CNY	7,8248	7,72	7,72	7,67
EUR/BRL	5,4074	5,40	5,40	5,40
EUR/MXN	18,17	18,9	19,4	19,8

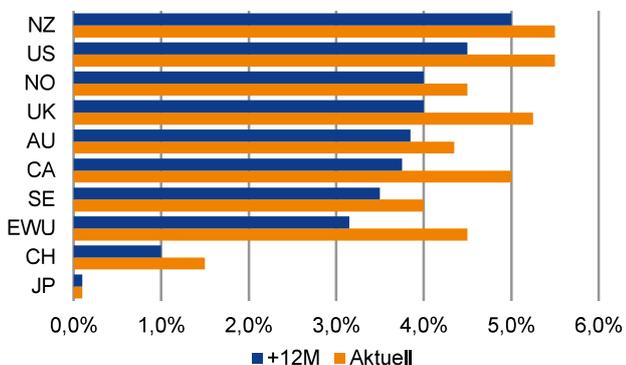
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0827	1,08	1,08	1,08
GBP/USD	1,2624	1,29	1,29	1,26
USD/JPY	151,35	148	146	144
USD/CHF	0,8988	0,91	0,92	0,93
AUD/USD	0,6520	0,65	0,67	0,67
NZD/USD	0,6010	0,61	0,63	0,63
USD/CAD	1,3566	1,33	1,32	1,32
USD/NOK	10,71	10,56	10,46	10,42
USD/SEK	10,52	10,4	10,3	10,3
USD/PLN	3,9810	4,01	4,03	4,07
USD/CZK	23,40	23,1	23,0	22,7
USD/HUF	365,5	355	352	349
USD/TRY	0,00	32,0	33,0	35,0
USD/ZAR	18,94	19,4	19,6	19,7
USD/CNY	7,2271	7,15	7,15	7,10
USD/BRL	4,9944	5,00	5,00	5,00
USD/MXN	16,78	17,5	18,0	18,3

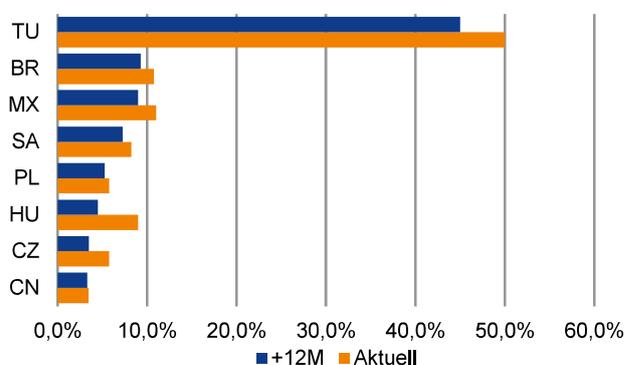
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINS-PROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINS-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	0,8	1,5	0,1	0,3	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,5	2,1	2,7	2,6	2,3	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-2,8	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	2,1	2,4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	2,2	3,0	2,8	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	3,0	2,6	3,2	3,1	2,9	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,2	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,1	-3,3				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,8	1,0	1,0	0,0	1,1	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,2	1,4	2,6	2,5	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	3,5	3,5				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,5	1,2	-0,2	0,2	0,6	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,5	2,3	3,5	1,8	2,1	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,3	-4,0	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,4	-2,9	-3,3				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	1,0	1,7	0,5	1,0	1,1	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,4	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8,0	8,0	8,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,3	2,6	1,2	1,1	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,2	2,9	3,5	3,2	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,3	-2,4	-0,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	-0,2	-1,8				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,3	0,6	2,3	0,1	-0,2	1,0	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	3,4	2,2	4,3	3,7	2,9	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-1,5	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-4,9	-4,0				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,8	2,6	0,3	0,4	1,1	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	2,7	2,4	2,8	2,4	2,5	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	-2,4	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-1,5	-1,8				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,3	-0,1	1,8	-1,1	-0,1	0,5	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	8,6	2,5	1,7	4,3	2,8	2,2	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,5	-0,9	-0,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,1	4,4	4,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	0,5	2,0	-0,5	0,3	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	2,9	2,0	4,3	2,6	2,7	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	15,8	7,2	4,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	16,6	13,0	10,9				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,7	2,7	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	17,1	4,3	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,3	-4,1	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,1	1,8	0,0
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,2	3,2	3,2
Inflation (in % gg. Vj.)	11,4	4,6	4,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,2	-5,7	-4,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	-0,9	-1,5
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,4	0,9	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	10,7	2,6	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-2,6	-1,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	1,0	0,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,5	2,5	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	53,9	57,0	25,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,2	-4,0	-2,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,5	-2,5	-2,5
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,7	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	5,2	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,2	-5,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-0,8	-2,1
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	4,3	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,8	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,9	-8,0	-7,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	1,3	1,0
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	1,3	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	3,8	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,8	-8,1	-6,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,2	-2,5	-2,4
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	4,6	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-5,0	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-0,5	-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: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-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 **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die 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 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**. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen: 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.

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 Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: **Marktvolatilitäten**, **Branchenvolatilitäten**, **Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers**, die allgemeine **Wirtschaftslage**, die **Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen**, die **Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen** und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die **Informationen**, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der

Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu

erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von 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 – 17 10	Kai Poerschke
	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