



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Geldpolitisch Interessantes jenseits der Fed

Viel wurde im Vorfeld marktseitig gerätselt und spekuliert. Nun ist die Katze endlich aus dem Sack: Die US-Notenbank hat ihren Leitzinssenkungszyklus mit einem „Jumbo“-Lockerungsschritt von 50 Bp eingeleitet und weitere Senkungen in Aussicht gestellt. Da dieses Votum jedoch nicht gänzlich überraschend kam und die Fed auch keinen schnellen und aggressiven Lockerungskurs in Aussicht gestellt hat, ließ sich der Greenback hiervon letztendlich nicht übermäßig verunsichern.

Wohlwissend, dass nach der Leitzinsentscheidung vor der Leitzinsentscheidung ist, so gibt die Erkenntnis, dass nach der EZB nun auch die Fed ihren Leitzinssenkungszyklus gestartet hat, dennoch wieder vermehrt Raum für andere geldpolitisch interessante Währungsräume. Aufmerksamkeit verdienen in diesem Zusammenhang z.B. Japan und Brasilien und damit der Yen und der Real. Wenngleich diese beiden Währungen auf den ersten Blick wenig gemeinsam haben (Sicherer Hafen vs. risikosensitiv; niedrigstes Leitzinsniveau vs. eines der höchsten in unserer FX-Coverage), so eint sie doch die Aussicht auf eine Geldpolitik, die im internationalen Vergleich eigene Wege geht. Denn während das Gros der Zentralbanken im aktuellen Umfeld über (weitere) Leitzinssenkungen diskutiert, stehen die geldpolitischen Vorzeichen in Japan und Brasilien auf Erhöhung, was beide Währungen zuletzt wohlwollend zur Kenntnis genommen haben. Daher sollte es nicht verwundern, wenn Yen und Real auch in den kommenden Wochen nach Hinweisen Ausschau halten, wann mit dem nächsten umsichtigen Erhöhungsschritt zu rechnen ist. Hierbei wird der Yen unserer Einschätzung zufolge nicht nur mehr Sitzfleisch benötigen als die brasilianische Landeswährung. Vielmehr wird er von dem lateinamerikanischen Leitzinsniveau auch weiterhin nur träumen können, aber letztendlich ist ja bekanntermaßen alles relativ. Trotz steigender Yen-Zinsen wird die legendäre „Frau Watanabe“ somit wohl auch weiter von den deutlich höheren Zinsen in Brasilien und anderswo angezogen.

Auch in Osteuropa, genauer gesagt in Ungarn und Polen, verdienen die Notenbanken dieser Tage Aufmerksamkeit. Allerdings dürften Forint und Zloty hier neben dem weiteren geldpolitischen Pfad besonders die personellen Entwicklungen an den Spitzen ihrer Zentralbanken im Blick haben. So treibt die Regierung in Warschau das angestrebte Verfahren gegen Notenbankchef Glapinski weiter voran und könnte somit perspektivisch beim Zloty für gewisse geldpolitische Unsicherheit sorgen. Wesentlich präsenter ist diese Ungewissheit bereits für den Forint, endet die Amtszeit des ungarischen Zentralbankvorsitzenden doch im März 2025 und niemand geringeres als Ministerpräsident Orban selbst hat jüngst die Nachfolge-Diskussion angestoßen. Was diese Debatte für den Forint besonders unangenehm macht, ist, dass der ungarische Regierungschef mit seinen personellen Überlegungen den Unsicherheitsbogen über die Geldpolitik bis hin zur künftigen Wirtschafts- und Fiskalpolitik gespannt hat.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
20.9.2024 10:13 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro profitiert – von der Schwäche anderer	2
USA: Fed liefert ab!	3
Japan: Märkte unterschätzen die Entschlossenheit der BoJ	4
Großbritannien: Bank of England dürfte den Leitzins weiter nur vorsichtig senken	5
Schweiz: Wird die Franken-Stärke zum Problem für die SNB?	6
Australien & Neuseeland: Neuseelands Wirtschaft schrumpft (erneut)	8
Kanada: Weitere Zinssenkungen in Aussicht; Politik könnte die Lage komplizierter machen	10
Skandinavien: Riksbank vor dritter Leitzinssenkung – Norges Bank wartet ab	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Personelle Entwicklungen an den Notenbankspitzen verdienen Beachtung	13
Türkei & Südafrika: Die einen möchten dahin, wo die anderen schon sind	14
China: Auf- oder Abwertung? Die zwei Gesichter des Yuan	16
Brasilien & Mexiko: Geldpolitisch weit voneinander entfernt	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, ANALYST/IN

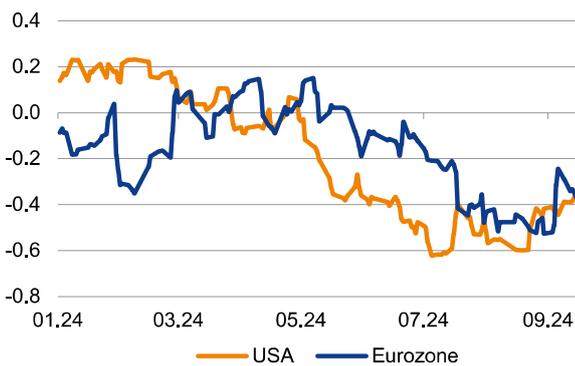
G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro profitiert – von der Schwäche anderer

Der aktuelle Blick auf die Kassaentwicklung von EUR-USD ist für Euro-Bullen fraglos eine Augenweide. Seit Anfang Juli liegt die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Dollar knapp 3% im Plus. Dies ist umso beachtlicher, wenn man bedenkt, dass sich die wirtschaftliche Lage in der Eurozone im gleichen Zeitraum deutlich verschlechtert hat. Der Bloomberg Surprise Index für die Eurozone ist seit dem Frühjahr stark gefallen. Hierfür sind vor allem (wenngleich nicht ausschließlich) die schlechten Daten aus Deutschland verantwortlich, denn die Hoffnungen auf eine dynamischere wirtschaftliche Erholung im Jahresverlauf haben sich zerschlagen. Schwächen zeigen sich vor allem in der Industrie aber auch im Konsum: der Anstieg der Reallöhne hat sich bislang nicht in einer deutlich besseren Konsumlaune niedergeschlagen, stattdessen ist die Sparquote gestiegen. Wir gehen zwar davon aus, dass sich das Bild in den kommenden Quartalen etwas aufhellt, insgesamt bleibt der Ausblick jedoch sehr verhalten.

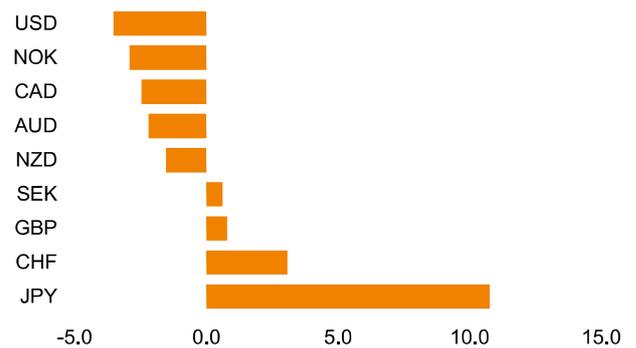
Euro gewinnt an Boden, trotz schlechter konjunktureller Lage

EUROZONE IM WIRTSCHAFTLICHEN SINKFLUG
BLOOMBERG SURPRISE INDEX (IN PUNKTEN)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EURO MIT DURCHWACHSENER LEISTUNG IM G10-FELD
% VERÄNDERUNG VS. EUR (SEIT 1.7.24)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Dass es dem Euro dennoch gelungen ist sich so gut zu präsentieren, dürfte zum einen daran liegen, dass die schlechten konjunkturellen Nachrichten nun eingepreist sind. Derzeit haben selbst objektiv enttäuschende Meldungen kaum noch das Potenzial den Euro aktiv unter Druck zu setzen. Der zweite Faktor, der EUR-USD zuletzt in die Region knapp unter 1,12 USD getrieben hat, ist die Anfälligkeit des Dollars (mehr dazu in unserem USD-Text). Mit anderen Worten: der Euro gewinnt nicht aus eigener Stärke an Boden, sondern kann vor allem von der Schwäche anderer Währungen profitieren. Dies bestätigt auch ein Blick auf die Performance des Euros im breiteren G10-Kontext, wo er ein eher gemischtes Bild abgibt.

Aber die Aufwertung des Euros gelingt der Gemeinschaftswährung nicht aus eigener Kraft

Die aktuelle Abhängigkeit des EUR-USD-Kurses von der Daten- bzw. Nachrichtenlage in den USA relegiert die Konjunkturdaten aus der Eurozone in die zweite Reihe und daran wird sich wohl auf absehbare Zeit nichts ändern. Zumal die US-Präsidentenschaftswahl immer näher rückt und die USA nur noch mehr in das Rampenlicht rücken wird. Erst wenn sich die Erkenntnis durchgesetzt hat, dass die USA *nicht* in eine Rezession rutschen wird und *keine* Notwendigkeit besteht, den US-Leitzins weiter rasant nach unten zu schrauben, wird wieder Raum für andere Einflussfaktoren sein. Und erst dann wird die aktuell äußerst schwierige konjunkturelle Lage der Eurozone wieder zum Tragen kommen – zum Nachteil des Euros. Angesichts der jüngsten

Erst wenn die US-Rezessionssorgen schwinden, wird wieder Raum für andere Einflussfaktoren sein

Entwicklungen haben wir uns jedoch dazu entschieden das Profil unserer EUR-USD-Prognose leicht von 1,08 USD auf 1,10 USD anzuheben.

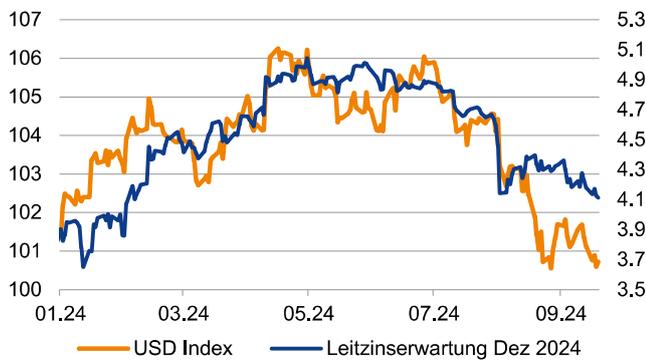
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

USA: Fed liefert ab!

Das Motto der jüngsten FOMC-Sitzung lautete: Klotzen statt kleckern, denn die Fed hat mit einer Senkung der Fed Funds Rate um 50 Basispunkte die Zinswende eingeleitet. Begründet wurde die deutliche Senkung der Leitzinsen mit den Risiken für den Arbeitsmarkt bei gleichzeitig sinkender Inflationsrate. Gerade die sehr restriktive Geldpolitik - der Leitzins wurde über ein Jahr lang auf dem höchsten Stand seit zwei Jahrzehnten gehalten - gab wohl den Ausschlag für einen Jumbo-Zinsschritt der Währungshüter. Die schriftliche Erläuterung der geldpolitischen Entscheidung klang allerdings alles andere als pessimistisch: „Die aktuellen Indikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaft weiterhin solide wächst. Das Beschäftigungswachstum hat sich verlangsamt und die Arbeitslosenquote ist gestiegen, bleibt aber niedrig. Die Inflation hat sich weiter dem Ziel des Ausschusses von 2 Prozent angenähert, bleibt aber leicht erhöht“. Fazit: Mit der jüngsten Entscheidung, die Leitzinsen um 50 Basispunkte zu senken, will die Fed die derzeit positiven Aussichten für die US-Wirtschaft absichern – eine Art Versicherungsschritt also.

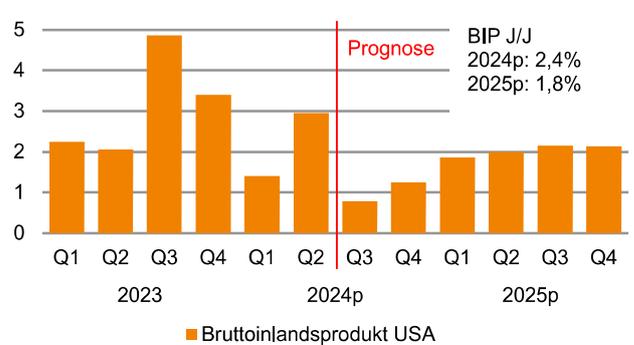
Fed senkt um 50 Basispunkte, Statement bleibt aber alles andere als pessimistisch

FED SENKT, DOLLAR REAGIERT UNENTSCHLOSSEN
LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITER LEITZINS DEZ 2024



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

US-WACHSTUM: NACH Q3 GEHT ES WIEDER BERGAUF
BIP IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auf der Pressekonferenz hatte Powell Mühe, den „Jumbo-Zinsschritt“ zu verteidigen. Der Tenor war, dass die guten Bedingungen am Arbeitsmarkt auch weiterhin erhalten bleiben sollen. So bestätigte Powell, dass die Arbeitsmarktlage nach wie vor solide sei und die Arbeitslosenquote aufgrund der Zuwanderung und nicht aufgrund einer Entlassungswelle gestiegen sei. Angesichts des deutlichen Rückgangs der Inflationsrate und des restriktiven Kurses habe die Fed jedoch die Möglichkeit, sich auf die Gefahren für den Arbeitsmarkt zu konzentrieren. Gleichzeitig vermittelte Powell den Eindruck, dass die Fed den Restriktionsgrad der Geldpolitik nun zügig zurücknehmen wolle, ohne jedoch direkt auf einen expansiven Kurs einzuschwenken. So sagte er, es sei an der Zeit, die Geldpolitik neu auszurichten und auf ein normales Zinsniveau zuzusteuern. Damit stellte er weitere Zinssenkungen in Aussicht. Allerdings ließ er offen, wie groß die Zinsschritte in den kommenden Monaten ausfallen werden. Weder am Arbeitsmarkt noch beim Konjunkturausblick gebe es einen Ein-

Powell will den "Status quo" sichern

bruch, so Powell. Wir gehen davon aus, dass die Fed von nun an auf ein Tempo von 25 Basispunkten (bei jeder Sitzung) einschwenkt.

Die Marktreaktion auf die Entscheidung der Fed kann durchaus als kurios bezeichnet werden: die 10J-Renditen amerikanischer Staatsanleihen stieg, der Dollar verlor zunächst an Wert, stieg danach an und fiel erneut. Der Markt schwankt offensichtlich in seiner Einschätzung darüber, was dieser Schritt nun bedeutet. Auf der einen Seite hat die Fed unter Beweis gestellt, dass sie bereit ist aggressiv zu agieren, auf der anderen Seite war das Statement nicht so dovish wie manche erwartet hatten. Hier und da bestehen wohl auch Sorgen, dass die Fed die Inflation aus dem Blick verlieren könnte. An unserer Prognose, die ja zuletzt davon ausging, dass die Markterwartungen bzgl. der Fed übertrieben sind und sich auch die Rezessionsorgen als unbegründet herausstellen sollten, ändern wir grundsätzlich zwar nichts. Allerdings ist der Weg zu der von uns bislang prognostizierten 1,08 USD nun vergleichsweise weit und das von uns unterstellte notwendige Auspreisen von Zinssenkungserwartungen nicht mehr so signifikant. Wir haben uns daher entschlossen, unsere EUR-USD-Prognose auf 1,10 USD (über den gesamten Horizont) anzuheben.

Birgit Henseler, ANALYSTIN, +49 69 7447 7502

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Dollar reagiert volatil auf die Fed-Entscheidung. Wir passen unsere EUR-USD-Prognose leicht an

Japan: Märkte unterschätzen die Entschlossenheit der BoJ

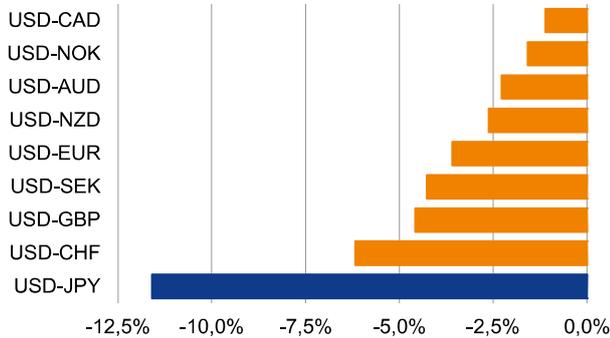
Wie Phönix aus der Asche hat sich der japanische Yen im Juli zurückgemeldet, nachdem er im ersten Halbjahr von einem Tief zum nächsten durchgereicht worden war. Die dynamische Kettenreaktion aus Auflösung von Carry Trades und Yen-Aufwertung ist zwar längst zum Erliegen gekommen, doch auch im September war USD-JPY von nachgebenden Notierungen geprägt. Natürlich denken wir beim schwächelnden US-Dollar sofort an die US-Notenbank oder die fragilen US-Konjunkturaussichten, die die US-Währung auf globaler Ebene unter Druck setzen. Die Kursverluste fallen in USD-JPY allerdings überproportional stark aus, was auf eine Kombination aus BoJ-Zinsfantasie und Korrektur der zuvor überzogenen Yen-Schwäche zurückgeführt wird.

USD-JPY-Bewegung ist mehr als nur ein schwacher USD

Die geldpolitische Wende der Bank von Japan (BoJ) inklusive der Erwartung weiterer Straffungen klingen nach einem guten Grund für die gute Performance des Yen. Bei näherer Betrachtung zeigt sich allerdings, dass der Geldmarkt eigentlich gar nicht so viel an BoJ-Aktion erwartet: Derzeit wird auf Sicht eines Jahres ein Leitzinsniveau von nur 0,50% eingepreist, das wäre gerade einmal 25 Bp höher als aktuell. Wir glauben, dass der Geldmarkt die Entschlossenheit der japanischen Währungshüter unterschätzt und rechnen bereits zum Jahreswechsel 2024/2025 mit einem Leitzinsniveau von 0,50%. Für den Yen könnte dieses beherzte und zeitige Handeln einen neuen Schub bedeuten. Die Ambitionen der japanischen Notenbank nur anhand ihrer Leitzinserhöhungen zu beurteilen, wäre allerdings zu kurz gegriffen. Eine wichtige Säule ist auch das kürzlich vorgestellte QT-Programm zum Abbau der JGB-Bestände. Die BoJ will ihre Käufe japanischer Staatsanleihen stetig reduzieren, was unter Berücksichtigung der Fälligkeiten in Kürze zu einem Netto-Abzug von Liquidität führen wird und ein wichtiger Bestandteil des monetären Straffungskurses ist, auf den der Yen auch weiterhin positiv reagieren sollte.

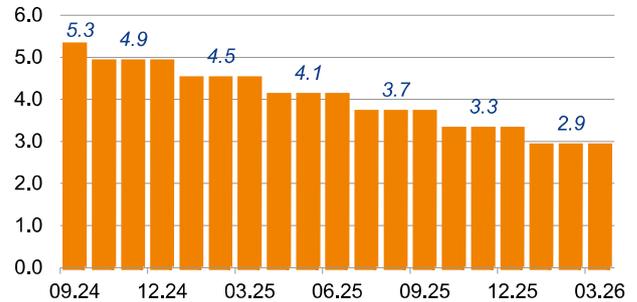
Geldmarkt und Yen unterschätzen die Entschlossenheit der BoJ

USD-JPY IST MEHR ALS NUR EIN GLOBAL SCHWACHER USD
KURSVERÄNDERUNG USD VS. G10-WÄHRUNGEN SEIT 01.07.24, IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

BOJ-STRAFFUNG LÄUFT AUCH JENSEITS VON ZINSERHÖHUNGEN
QT: GEPLANTE MONATLICHE JGB-KÄUFE (BRUTTO), IN BIL. JPY



Quelle: BoJ, DZ BANK

Nicht nur geldpolitisch, auch innenpolitisch stehen wichtige Entscheidungen an. Nach dem angekündigten Rückzug von Premier Kishida (bzw. seiner Erklärung, nicht zur Wiederwahl als LDP-Vorsitzender antreten zu wollen) gibt es ungewohnte politische Unsicherheit. Personelle Wechsel an der Spitze der seit Jahren dominierenden LDP sind in Japan auch außerhalb der Parlamentswahlphasen eher die Regel als die Ausnahme und daher zunächst kein Anlass für Nervosität. Neu ist diesmal allerdings, dass es keinen offensichtlichen Nachfolger für den scheidenden Premier gibt. Gleich neun Kandidaten bewerben sich, was in der LDP-Geschichte beispiellos ist. Und jeder der Aspiranten hat ein unterschiedliches Profil: jung/alt, männlich/weiblich, Technokrat/telegener Showman, ... Auf dem LDP-Parteitag am 27. September wird die Personalfrage (in vermutlich mehreren Wahlgängen) geklärt werden. Dann wissen wir mehr über den zu erwartenden wirtschaftspolitischen Kurs und auch, ob es im Herbst zu vorgezogenen Neuwahlen kommt, wie es in der Vergangenheit oft der Fall war.

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

Ein Hauch von politischer Unsicherheit - Wer wird neuer Premier?

Großbritannien: Bank of England dürfte den Leitzins weiter nur vorsichtig senken

Nach einem robusten Wirtschaftswachstum im ersten und zweiten Quartal (jeweils 0,3% bzw. 0,9% J/J) weisen einige aktuelle Daten auf eine leichte Konjunkturabschwächung hin. Zugleich deuten die positiven Werte der Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor darauf hin, dass die Wirtschaft weiter wachsen wird, wenn auch in einem moderaten Tempo. Für das Jahr 2024 rechnet die DZ BANK mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 1,1 Prozent, im Jahr darauf mit 1,3 Prozent.

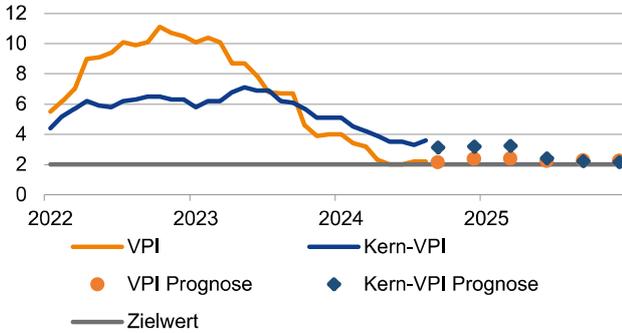
Die britische Wirtschaft dürfte moderat wachsen

Nachdem die Bank of England (BoE) im Mai und Juni ihr Inflationsziel von 2% (J/J) eingehalten hatte, stieg die Inflation im Juli leicht auf 2,2% (J/J) und blieb auch im August auf diesem Niveau. Die DZ Bank prognostiziert für die kommenden zwölf Monate eine Gesamt- und Kerninflation leicht über dem BoE-Zielwert von 2%. Dies dürfte für die Bank of England kein hinreichender Grund sein, auf Zinssenkungen zu verzichten, da die geldpolitischen Rahmenbedingungen inzwischen eindeutig restriktiv

Die Inflation ist niedriger geworden, dürfte aber noch bis in das Jahr 2025 leicht über dem 2%-Ziel bleiben

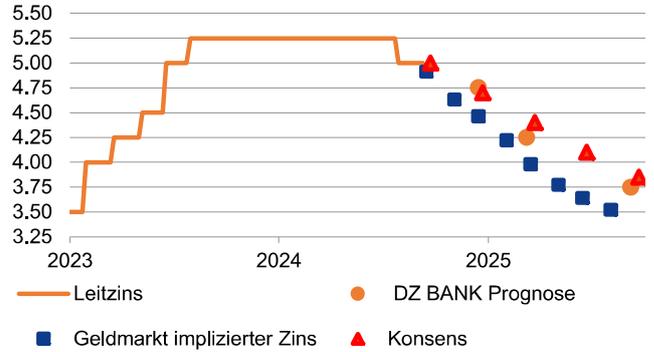
tiv sind. Die Tatsache, dass sich die allmähliche Abschwächung auf dem Arbeitsmarkt fortsetzt, dürfte ebenfalls dazu beitragen, den Inflationsdruck zu dämpfen.

INFLATION DÜRFTE BIS ENDE NÄCHSTEN JAHRES LEICHT ÜBER DEM ZIELWERT DER BOE BLEIBEN
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZBANK

ANGESICHTS DER INFLATIONS-AUSSICHTEN DÜRFTEN DIE GELDMARKTERWARTUNGEN ZU HOCH SEIN
IN % (IMPLIZIERTE ZINSEN PER 18.09.24)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Fiskalpolitik trübt den geldpolitischen Ausblick für die kommenden Monate ein. Die Bank of England stützt ihre Geldpolitik auf den bekannten finanzpolitischen Kurs. Da der erste Haushalt der neuen Labour-Regierung für Ende Oktober erwartet wird, könnten sich die finanzpolitischen Vorgaben durchaus ändern. Dies hat wiederum Auswirkungen auf das aus Sicht der BoE angemessene Zinsniveau. Insgesamt erscheint der derzeit am Geldmarkt erwartete Zinsrückgang übertrieben.

Die Regierung dürfte ihren neuen Haushalt Ende Oktober veröffentlichen – geldpolitische Auswirkungen wahrscheinlich

Das Pfund Sterling zeigte sich in den letzten Wochen stabil und dürfte bis zur Bekanntgabe der Einzelheiten des Haushaltsplans sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro auf dem aktuellen Niveau verharren. Sollte die US-Notenbank die Zinsen jedoch weniger senken, als derzeit vom Devisenmarkt erwartet wird, besteht die Gefahr, dass der GBP-USD-Kurs nachgibt. Insgesamt dürften die Fundamentaldaten die Sterling-Anleger kurzfristig in Atem halten.

Wie das Pfund sich entwickelt, hängt von der Fiskal- und Geldpolitik ab

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

Schweiz: Wird die Franken-Stärke zum Problem für die SNB?

Die SNB-Sitzung am nächsten Donnerstag wird die letzte unter der Präsidentschaft Jordans sein. Trotz des Führungs- und Generationswechsels gibt es aber keinen Anlass, eine Abkehr von der bewährten, stabilitätsorientierten und notfalls auch unkonventionellen Geldpolitik zu befürchten. Sein Nachfolger, Schlegel, ist bereits aus seiner Funktion als Vizepräsident im dreiköpfigen SNB-Direktorium bekannt und steht für einen friktionsfreien Übergang. In der Amtszeit Jordans seit 2012 musste die SNB fast ständig im Krisenmodus operieren, seien es über Negativzinsen, Franken-Mindestkurs oder Bilanzausweitung aufgrund massiver Devisenmarkt-Interventionen. Im Vergleich dazu wirkt die Startposition für Schlegel geradezu komfortabel; doch auch auf ihn lauern bereits jetzt absehbare Herausforderungen. Die politischen Begehrlichkeiten, die Devisenreserven der SNB zu zweckentfremden (beispielsweise für die Sanierung der Rentenkasse AHV oder die Gründung eines

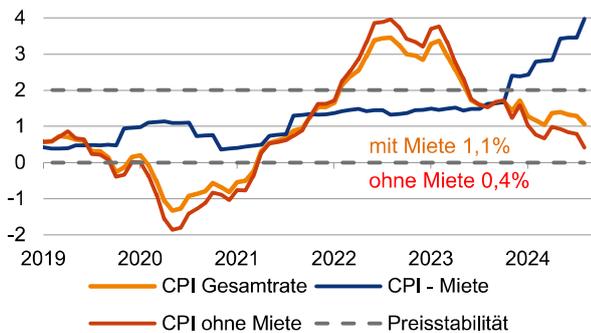
Anspruchsvolles Erbe - Schlegel tritt Nachfolge von Jordan an

Staatsfonds) und damit an der SNB-Unabhängigkeit zu kratzen, dürfte Schlegel ebenso entschieden wie erfolgreich zurückweisen.

Schwieriger wird der geldpolitische Spagat, der auf ihn wartet. Auf den ersten Blick ist die Inflation unter Kontrolle. Im August betrug die Teuerung 1,1 (J/J), und in ihren Projektionen unterstellt die SNB eine durchschnittliche Inflation von 1,3% bzw. 1,1% (2024 bzw. 2025), was im Rahmen der Preisstabilität wäre. Der unterschwellige Preisdruck ist aber eigentlich geringer, da der anhaltende Aufwärtsdruck bei den Wohnkosten die Zahl nach oben verzerrt. Ohne Berücksichtigung von Mieten wären die Konsumentenpreise im August nur um 0,4% (J/J) statt um 1,1% (J/J) gestiegen, was uns gefährlich nah an die Grenze zur Deflation bringt und geldpolitischen Handlungsbedarf signalisiert. (Die Wohnungsmieten sind um 4,0% (J/J) gestiegen und haben aufgrund ihres Gewichts von 15% im Warenkorb eine durchschlagende Wirkung auf die Gesamtrate.)

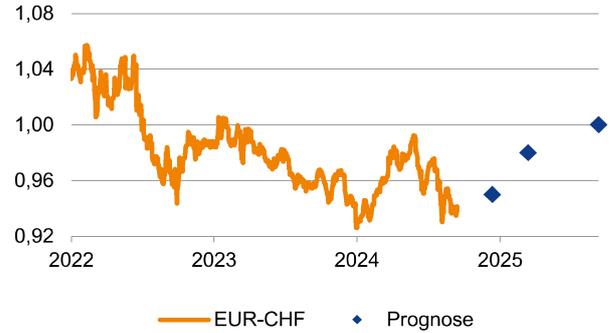
Steigende Mieten verzerren Bild, Inflation eigentlich nah an Deflationsschwelle

DEFLATION RÜCKT NÄHER ALS GESAMTRATE GLAUBEN LÄSST
KONSUMENTENPREISE IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv, SECO, DZ BANK

ABWERTUNGSPOLITIK DER SNB SOLLTE FRANKEN BALD ZUSETZEN
EUR-CHF: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Dass die SNB am 26. September ihre Geldpolitik erneut lockern wird, steht daher außer Frage. Lediglich über das Ausmaß ist der Markt gespalten, ähnlich wie er es auch bei der US-Fed war. Wir favorisieren eine Leitzinssenkung um nur 25 BP und würden auf eine aggressive währungspolitische Begleitung setzen, die auch in der offiziellen geldpolitischen Lagebeurteilung Einzug halten müsste. Interventionen sind seit Jahren ein ebenso vollwertiges Instrument für die SNB wie traditionelle Leitzinsanpassungen. Der Zinssenkungsspielraum ist nach den unerfreulichen Erfahrungen mit der jahrelangen Negativzinspolitik limitiert, und ohne echte Not wird man nicht wieder dorthin zurückkehren wollen. Daher wäre die SNB gut beraten, stattdessen den Schweizer Franken ins Visier zu nehmen und ihn durch Eingriffe am Devisenmarkt aktiv zu schwächen, um das monetäre Umfeld zu lockern. Der scheidende SNB-Chef Jordan hatte jüngst den neutralen Realzins auf 0,0% geschätzt, was bedeuten würde, dass ein nominales Leitzinsniveau von 1,00% die Schweizer Wirtschaft weder bremsen noch ankurbeln würde. Wir sehen daher noch weiteren Senkungsspielraum bis auf 0,75% zum Ende des Jahres.

SNB-Senkungsspielraum limitiert, aktive FX-Politik umso wichtiger

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

Australien & Neuseeland: Neuseelands Wirtschaft schrumpft (erneut)

Die Wirtschaftsdaten, die seit der letzten Zinsentscheidung der Reserve Bank of Australia (RBA) Anfang August veröffentlicht wurden, dürften wohl erstmal nichts am „hawkishen“ Tenor“ der Notenbank ändern. So ist zwar die Inflationsrate gemäß den monatlichen Daten im Juli von 3,8% auf 3,5% (je J/J) gesunken. Allerdings wurde der Rückgang der Teuerungsrate durch neue Energiepreisrabatte für australische Haushalte getrieben, was den Disinflationstrend verzerrt. Die RBA hatte bereits angekündigt, dass sie über einmalige Preisschocks hinwegsehen wird, so dass den Messgrößen der Kerninflation mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte. Hierbei war die von der RBA präferierte Trimmed-Mean Inflation mit 3,8% gegenüber 4,1% (je J/J) zuvor zwar ebenfalls rückläufig. Das Inflationsmaß ist aber nach wie vor ein Stück weit entfernt vom 2-3%-Ziel der Notenbank, weshalb eine geldpolitische Lockerung bei der kommenden Sitzung Ende September definitiv noch kein Thema sein wird. Auch der Arbeitsmarkt hält sich weiterhin robust

Was die Konjunkturdynamik betrifft, so ist Australiens Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um lediglich 0,2% (Q/Q) gewachsen. Ein Blick in die Details zeigt, dass die Ausgaben der Haushalte um 0,2% (Q/Q) gesunken und das positive, aber anämische Wachstum einem soliden Anstieg der Staatsausgaben (+1,4%, Q/Q) zu verdanken war. Mit Blick auf eine erste Leitzinssenkung dürfte der RBA die breit angelegte, schwache Konsumtätigkeit in die Hände spielen. So ging doch sowohl der Konsum von Waren als auch von Dienstleistungen ging zurück. Dies sollte den Preisdruck bei der zuletzt immer noch hohen Dienstleistungsinflation lindern. Ob dies jedoch genügt, dass der generelle Preisdruck schneller als bisher erwartet nachlässt und eine baldige Einleitung des Zinssenkungszyklus rechtfertigt, ist mit Fragezeichen behaftet. So ist die Sparquote der Haushalte nach wie vor auf einem 15-Jahres-Tief und könnte dazu führen, dass die Verbraucher trotz der seit dem 1. Juli in Kraft getretenen Steuersenkungen („stage 3 tax cuts“) keine höhere Ausgabenbereitschaft erkennen lassen. Hinzukommt, dass sich die Verbraucherstimmung nach wie vor unterhalb des Vor-Corona-Niveaus befindet.

Mit Blick auf den weiteren geldpolitischen Pfad rechnen wir frühestens für den Dezember-Termin mit einer ersten Zinssenkung, die mit aktuell knapp -20 Bp nach wie vor fast vollständig in den Geldmarktsätzen (Cash Rate Futures) eingepreist ist. Der australische Dollar dürfte gegenüber dem Greenback angesichts des Mangels an inländischen Impulsen auf kurze Sicht weiterhin seitwärts tendieren, auf 12M-Sicht erwarten wir aufgrund der nicht so aggressiven Zinssenkungen der RBA (im Vergleich zur Fed) und aufgrund einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in Australien Notierungen um 0,70 USD (EUR-AUD dürfte auf Sicht von zwölf Monaten um 1,54 AUD notieren).

Nachdem die neuseeländische Notenbank (RBNZ) ihren Zinssenkungszyklus im August unter anderem aufgrund der Befürchtung eingeleitet hatte, dass die Konjunktur nach einigen Phasen negativen Wachstums erneut in Schieflage gerät, wurde die Veröffentlichung der BIP-Daten des zweiten Quartals mit Aufmerksamkeit verfolgt:

Und tatsächlich schrumpfte Neuseelands Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 0,2% (Q/Q), jedoch nicht so stark wie marktseitig (-0,4% Q/Q) bzw. von der RBNZ (-0,5% Q/Q) befürchtet. Gleichzeitig wurde das BIP-Wachstum des ersten Quartals von zuvor +0,2% auf +0,1% (je Q/Q) nach unten revidiert. Haupttreiber für die Kontraktion war der für die neuseeländische Wirtschaft wichtige Primärsektor (Landwirtschaft, Bergbau), was sich auch negativ auf die Exporte auswirkte. Das neuseeländische Statistikamt hob dabei hervor, dass besonders der Export von

„Hawkisher“ Tenor der RBA bleibt wohl bestehen; Energiepreisrabatte verzerren Inflationsbild in Australien

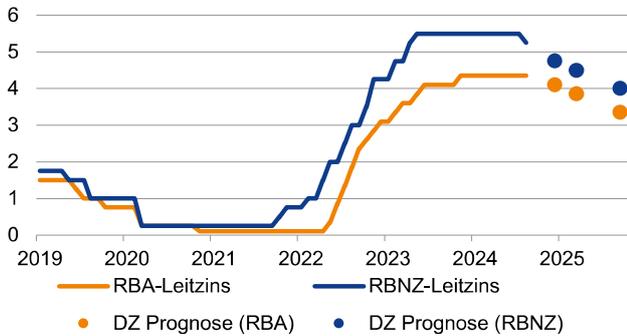
BIP-Wachstum wird v.a. durch Anstieg der Staatsausgaben gestützt; privater Konsum nach wie vor hoher Unsicherheitsfaktor

Erste Zinssenkung der RBA frühestens im Dezember; AUD sollte von vorsichtigem Senkungszyklus profitieren

Neuseelands Wirtschaft schrumpft erneut, allerdings nicht so stark wie marktseitig und von der RBNZ erwartet

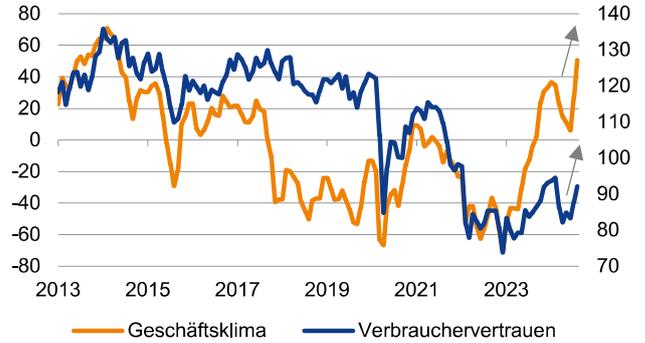
Milchprodukten, deren Absatz und Preise als wichtiger Einflussfaktor für die Entwicklung des neuseeländischen Dollars betrachtet wird, eingebrochen war.

DIE RBA HAT IM VERGLEICH ZUR RBNZ EINEN WESENTLICH MODERATEREN ERHÖHUNGSZYKLUS HINTER SICH
JE IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: ANGESICHTS DER RBNZ-ZINSENKUNG SIND VERBRAUCHER UND UNTERNEHMEN NUN OPTIMISTISCHER GESTIMMT
JE IN INDEXPUNKTEN; SCHWELLENWERTE: 0 (L.S.), 100 (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Viele Marktteilnehmer stellen sich nun die Frage, in welchem Umfang und Tempo die RBNZ nun ihren Senkungskurs fortsetzt. Innerhalb des G10-Universums haben die Kiwis jedenfalls mit am schnellsten und aggressivsten ihren Leitzins im vergangenen Zyklus angehoben. Bis zur Sitzung im Juli 2025 sind aktuell knapp 220 Bp an Zinssenkungen in den Geldmarktsätzen eingepreist, was alleine drei Zinssenkungen um je 50 Bp implizieren würde. Wir rechnen allerdings nicht mit „großen“ Lockerungsschritten, schließlich dürfte sich zum einen die Inflationsrate für nicht-handelbare Güter (ein Proxy für den inländischen Preisdruck) noch bis Mitte nächsten Jahres oberhalb des Inflationszielbandes der RBNZ befinden. Zum anderen deuten die Verbesserungen des Verbrauchervertrauens und des Geschäftsklimas – letzteres ist im August auf ein 10-Jahres-Hoch angestiegen – darauf hin, dass die neuseeländische Konjunktur im zweiten Halbjahr an Schwung gewinnen dürfte. Während die RBNZ für das laufende Quartal erneut mit einem schrumpfenden BIP rechnet, sind wir etwas optimistischer gestimmt und gehen von einem Wachstum von +0,3% (Q/Q) aus. Dass dennoch mittlerweile Abwärtsrisiken für die Inflation bestehen, ist auch der Tatsache geschuldet, dass die jüngsten selektiven Inflationsdaten von August (das Statistikamt veröffentlicht seit einiger Zeit für ausgewählte Kategorien monatliche Daten) einen nachlassenden Preisdruck bei Dienstleistungen wie Flugtickets und Ferienunterkünften gezeigt haben. Dies hat einige Finanzinstitute dazu veranlasst, ihre Inflationsprognosen zu senken.

In dem skizzierten fundamentalen Umfeld dürfte NZD-USD auf kurze Sicht Richtung 0,60 USD und somit niedriger tendieren, schließlich sollte vor allem das Auspreisen der aggressiven US-Zinssenkungsfantasien den Greenback stützen. Anschließend sollte der Kiwi-Dollar wieder etwas Fuß fassen, wenn sich die neuseeländische Wirtschaft ab Q4 2024 erholt und im Vergleich zur US-Wirtschaft tendenziell stärker wächst – wir rechnen auf Jahressicht mit Notierungen um 0,64 USD.

Marktseitige Zinssenkungserwartungen auch in NZ zu aggressiv; Stimmungsindikatoren deuten auf Erholung der Wirtschaft hin

Auspreisen von US-Zinssenkungsfantasien dürfte NZD-USD auf 3M-Sicht belasten

Kanada: Weitere Zinssenkungen in Aussicht; Politik könnte die Lage komplizierter machen

Die kanadische Wirtschaft hat sich im bisherigen Jahresverlauf recht positiv entwickelt. Das jährliche BIP-Wachstum lag nach den Daten vom Juni bei 1,2%. Mit Blick auf die Wintermonate zeigt sich zwar, dass der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe seit einigen Monaten knapp unter der Marke von 50 Punkten verharrt und damit auf eine gewisse Schwäche hindeutet. Der PMI für den Dienstleistungssektor hingegen erweist sich als volatil und ist im August zum ersten Mal seit mehr als einem Jahr unter die Marke von 50 Zählern gefallen.

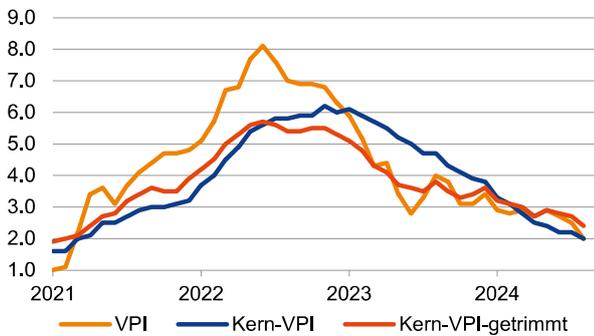
Während das Wirtschaftswachstum moderat ausfiel, gab es bei der Inflation gute Nachrichten. Die Gesamtinflationsrate liegt seit Jahresbeginn wieder im Zielband der Notenbank von einem bis drei Prozent und dürfte sich in den kommenden Monaten weiter abschwächen. Auch andere, weniger volatile Inflationsindikatoren sind rückläufig. Zudem hat sich der Arbeitsmarkt, der im vergangenen Jahr heiß gelaufen war, als Reaktion auf die geldpolitische Straffung der Bank of Canada (BoC) abgekühlt. Diese Entwicklung ist so weit fortgeschritten, dass sich die BoC in der Lage sah, die Zinssätze auf jeder ihrer letzten drei Sitzungen zu senken, um einer übermäßigen Konjunkturabschwächung vorzubeugen. Die BoC hat auch deutlich gemacht, dass weitere geldpolitische Lockerungen in diesem Jahr bevorstehen.

Der kanadischen Wirtschaft wird wohl langsamer expandieren im Winter

Die Inflation ist wieder unter Kontrolle...

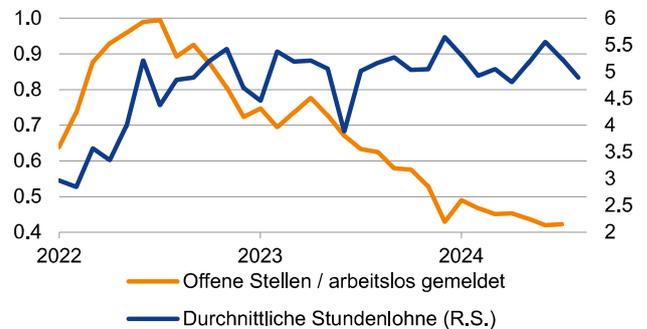
... und schafft Spielraum für Zinssenkungen

DIE INFLATION IST IN DEN ZIELBEREICH VON 1-3% GEFALLEN, WAS DER BANK OF CANADA SPIELRAUM FÜR ZINSSENKUNGEN GIBT
IN% J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ARBEITSMARKT DEUTLICH ABGEKÜHLT, BOC WILL WIRTSCHAFTS-AKTIVITÄT STÜTZEN
LS: OFFENE STELLEN / ARBEITSLÖS GEMELDET; RS: DURCHSCHNITTLICHE STUNDENLÖHNE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der Kanadische Dollar hat auf die jüngsten Zinsschritte gemischt reagiert und handelt gegenüber dem US-Dollar leicht fester, während er gegenüber dem Euro etwas an Boden verloren hat. Die Aussicht auf weitere Leitzinssenkungen durch die Fed, die EZB und die BoC deuten auf einen unruhigen Handel am Devisenmarkt hin. Im Herbst könnte der Loonie zudem mit einer gewissen Volatilität konfrontiert werden, die von der Politik ausgeht. Die liberale Minderheitsregierung von Premierminister Trudeau wurde bisher bei wichtigen Gesetzgebungsvorhaben durch eine offizielle Absprache mit den New Democrats (NDP) unterstützt. Letztere sind nun von dieser Vereinbarung abgerückt, so dass es für die Liberalen schwierig werden könnte, Gesetze zu verabschieden. Die konservative Opposition ist bestrebt, die Regierung mit einem Misstrauensvotum zu Fall bringen, um vorgezogene Neuwahlen im Herbst herbeizuführen. Selbst wenn die NDP die Konservativen bei einem Misstrauensantrag nicht unterstützen sollte, müssen die Liberalen dennoch wichtige Gesetze wie den Haushalt beschließen, und wenn die NDP nicht mitmacht, ist eine vorgezogene

Kanadischer Dollar angesichts politischer Risiken volatil

Neuwahl praktisch unausweichlich. Da die Konservativen in den Meinungsumfragen immer noch weit vorne liegen, dürfte eine vorgezogene Neuwahl zu einer konservativen Mehrheitsregierung und damit zu politischer Stabilität führen. Dies könnte sich positiv auf den Loonie auswirken.

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

Skandinavien: Riksbank vor dritter Leitzinssenkung – Norges Bank wartet ab

Der für die schwedische Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) ist auf Jahresbasis von 1,7% im Juli auf 1,2% im August gesunken, und bleibt damit den dritten Monat in Folge im Wohlfühlbereich der Zentralbank. Die Riksbank kann das Erreichen des Inflationsziels als geldpolitischen Erfolg verbuchen, zumal sich auch die Kerninflation im Jahresvergleich auf 2,2% abgeschwächt hat. Schweden befindet sich in einer leichten Rezession. Das BIP ist im zweiten Quartal 2024 um 0,3% (Q/Q) gesunken. Schwach entwickeln sich vor allem die zins-sensitiven Teile der Wirtschaft, wie der Konsum der privaten Haushalte und die Wohnungsbauinvestitionen. Die Konjunktur dürfte in den nächsten Quartalen an Fahrt gewinnen, da die Realeinkommenszuwächse der Haushalte und die Lockerung der Finanzierungsbedingungen das Wachstum stützen sollten.

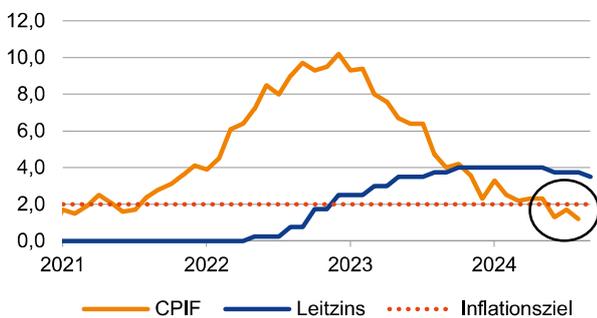
Da die jüngsten Preisdaten zeigen, dass die Inflation weitgehend unter Kontrolle ist, bleiben die Rahmenbedingungen für die Riksbank, das geldpolitische Bremspedal weiter zu lockern, intakt. Zumal sich auch der Arbeitsmarkt allmählich weiter abschwächt. Die Arbeitslosenquote ist mittlerweile auf 7,9% angestiegen. Die Riksbank hat im Mai den Leitzinssenkungszyklus eingeleitet und am 21. August ihren Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 3,50% gesenkt. Wir erwarten kommende Woche und gegen Jahresende jeweils einen weiteren Zinsschritt und auf Sicht von zwölf Monaten eine Policy Rate von 2,50%.

Inflation seit drei Monaten unter dem Zielwert von 2%

Die Wirtschaftstätigkeit bleibt schwach

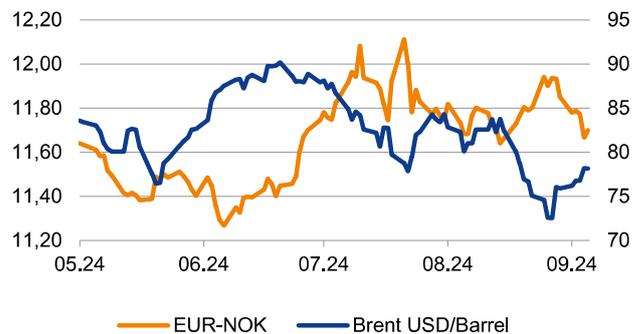
Bereits zwei Leitzinssenkungen seit Mai, zwei weitere dürften in diesem Jahr noch folgen

SCHWEDEN: INFLATIONSZIEL ERREICHT
IN PROZENT



Quelle: LSEG, DZ BANK

NORWEGEN: ROHÖLPREISRÜCKGANG BELASTET DIE KRONE
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: LSEG, DZ BANK

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben weiterhin schwierig. Zumal der Währungsraum durch die mittlerweile deutlich negativen Renditeaufschläge zur Eurozone wenig Anziehungskraft besitzt. Zwei- bis zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren derzeit mit einem Abschlag von 22 bis 45 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen. Da wir nach dem Null-Wachstum im zurückliegenden Jahr von einer nur sehr schwachen Wachstumsdynamik im laufenden Jahr ausgehen, besteht

EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,35 SEK erwartet

für Schwedens Währung mittelfristig kaum Erholungspotenzial. Auch die von der Riksbank angekündigten Leitzinssenkungen sprechen nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass sich der CPIF-Index auf dem aktuell niedrigen Niveau stabilisieren sollte und das Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr etwas stärker (2,1% J/J) ausfällt. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatsicht bei Niveaus um 11,35 SEK.

Das norwegische Wirtschaftswachstum bleibt schwach. Im Gesamtjahr 2024 dürfte das BIP für norwegische Verhältnisse nur um recht schwache 1,3% zulegen und auch im kommenden Jahr nur unwesentlich stärker ausfallen. Allerdings sollten die Verbraucherausgaben im weiteren Jahresverlauf anziehen, da der angespannte Arbeitsmarkt, das starke Lohnwachstum und der schwächere Preisauftrieb dazu beitragen, die finanzielle Lage der privaten Haushalte zu verbessern. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum in den kommenden Monaten mit der Erholung der Realeinkommen zwar beleben wird, allerdings nur moderat, da die Norges Bank die Zinsen, entsprechend ihren Projektionen nicht vor Ende 2024 senken will. Der Ausschuss bekräftigte bei seinem jüngsten Zinsentscheid am 19. September, dass ein straffer geldpolitischer Kurs wahrscheinlich noch einige Zeit erforderlich sein wird, um die Inflation innerhalb eines angemessenen Zeithorizonts auf das Zielniveau zu senken. Zumal der allgemeine Kostenanstieg und die Abwertung der Krone den weiteren Inflationsabbau bremsen. Betont wurde, dass insbesondere die Abwertung der Krone der Schlüsselfaktor ist, der die Währungshüter im restriktiven Modus hält. Gouverneurin Wolden Bache äußerte sich zwar nicht zum wahrscheinlichen Zeitpunkt einer ersten Zinssenkung, merkte aber an, dass die Zeit für eine Lockerung der Geldpolitik näher rücke.

Im Jahresvergleich ist die Gesamtinflation im August auf 2,6% von zuvor 2,8% gesunken. Der VPI-ATE, das bevorzugte Maß der Zentralbank für die Kerninflation (bereinigt um Steueränderungen und Energiepreise), verlangsamte sich auf ein 28-Monatstief von 3,2% (J/J). Norwegens Inflation liegt zwar noch über dem Zielwert, die aktuellen Entwicklungen bestärken uns aber in unserer Überzeugung, dass die Norges Bank den Leitzins im Dezember erstmals senken wird.

Unser positiver Ausblick für die norwegische Krone beruht auf mehreren Faktoren. So ist von der norwegischen Geldpolitik vorerst noch mit weiterer Unterstützung zu rechnen, zumal die Norges Bank zu den Notenbanken der Industriestaaten gehört, die den Leitzinssenkungszyklus vergleichsweise spät einleiten werden. Die Entwicklungen beim Ölpreis und der Renditespread – wichtige Impulsgeber für die Krone – sprechen ebenfalls für Norwegens Währung. Der Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen im Durchschnitt der gängigen Laufzeiten sollte sich auf Jahressicht zwar auf rund 90 Basispunkte verengen aber damit immer noch auf einem attraktiven Niveau bleiben. Beim Rohölpreis der Sorte Brent gehen wir nach den rückläufigen Notierungen im Verlauf des dritten Quartals, auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um 15% auf 90 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,55 NOK.

Der straffe geldpolitische Kurs der Norges Bank bremst das Wachstum

Die Zeit für eine Lockerung der Geldpolitik rückt näher

Inflation auf 28-Monatstief

Leitzins dürfte gegen Ende des Jahres erstmals gesenkt werden

Wir erwarten auf Zwölf-Monatsfrist anziehende Rohölpreise sowie immer noch attraktive Renditeaufschläge

Auf Jahresfrist EUR-NOK-Notierungen um 11,55 NOK wahrscheinlich

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Personelle Entwicklungen an den Notenbankspitzen verdienen Beachtung

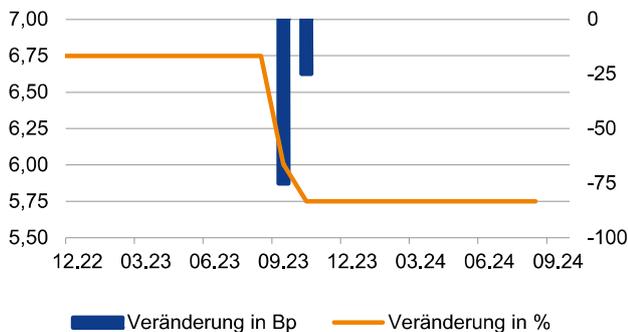
Auch zum Ende des dritten Quartals spielt neben den globalen Vorgaben weiterhin die nationale Geldpolitik für Zloty und Co. eine wichtige Rolle. An der grundsätzlichen Ausrichtung hat sich hierbei zuletzt wenig geändert. So hält die polnische Zentralbank (NBP) mit Verweis auf die zunächst noch weiter zunehmenden Inflationsrisiken weiterhin an dem restriktiven Leitzinsniveau von 5,75% fest. Ihre ungarischen Amtskollegen (MNB) haben zwar zuletzt ebenfalls geldpolitisch pausiert. Letztendlich sollten sie jedoch wie die tschechischen Währungshüter ihren umsichtigen Lockerungskurs in den kommenden Monaten weiter fortsetzen.

Neben der weiteren geldpolitischen Marschrichtung stehen derzeit jedoch sowohl in Polen als auch Ungarn die dortigen Notenbankchefs und damit verbunden die Frage, wie es perspektivisch personell an der Spitze der beiden Zentralbanken weitergeht, im Mittelpunkt des Interesses. Gemein ist den beiden obersten Währungshütern, dass die unter ihrer Ägide verfolgte Geldpolitik bei den entsprechenden Regierungen nicht immer auf uneingeschränkte Zustimmung getroffen hat. Gemein ist ihnen auch, dass sie sich beide in ihrer zweiten und damit den Statuten entsprechend letzten Amtsperiode befinden. Während die Amtszeit für den ungarischen Notenbankobersten Matolcsy allerdings bereits im März 2025 endet, hat sein polnischer Amtskollege Glapinski offiziell noch bis Juni 2028 den NBP-Vorsitz inne.

Leitzinsentwicklung weiter im Fokus von Zloty und Co.

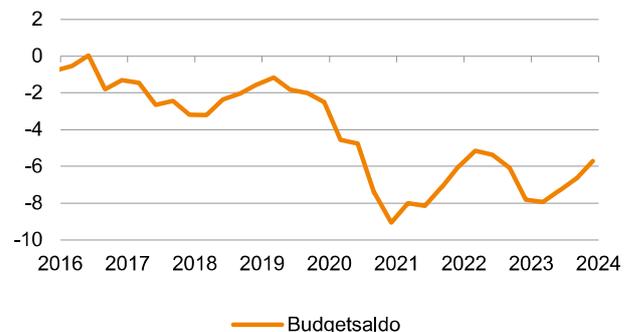
Polen und Ungarn: Wie geht es personell an den Spitzen der Notenbanken weiter?

POLNISCHE NOTENBANK: SPÜRBARE LEITZINSSENKUNGEN KURZ VOR DEN WAHLEN 2023 WARFEN FRAGEN AUF LEITZINSENTWICKLUNG PL, LS: VERÄND. IN %, RS: VERÄND. IN BP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

UNGRAN: FEHLBETRAG IM ÖFFENTLICHEN HAUSHALT WEITER ÜBER VOR-CORONA-NIVEAUS UNGARISCHER BUDGETSALDO IN%/BIP, QUARTALSWERTE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Diese zeitliche Differenz lässt den entscheidenden Unterschied in der Diskussion erahnen: Während es bei dem ungarischen Notenbankchef darum geht, wer ihm nach dem Ende seiner offiziellen Zeit an der Spitze der dortigen Zentralbank folgen könnte, geht es beim polnischen Vorsitz um ein möglicherweise vorzeitiges Ende der Amtszeit. So strebt die Regierungskoalition in Warschau unter dem Vorsitz von Donald Tusk bereits seit ihrem Amtsbeginn ein Verfahren gegen Glapinski an. Ihm wird u.a. vorgeworfen, die Geldpolitik unter der national-konservativen Vorgängerregierung politisiert zu haben. Zudem wird Glapinski von Seiten der aktuellen Regierungsvertreter für angebliche Unregelmäßigkeiten im ehemaligen Anleiheankaufprogramm verantwortlich gemacht. Dass dieses Thema nun wieder präsenter geworden ist, ist den jüngsten Äußerungen des Vorsitzenden des dortigen parlamentarischen Ausschusses geschuldet. So erklärte dieser vor kurzem, er wolle mehr als 50 Perso-

Polnische Regierung treibt Verfahren gegen NBP-Chef Glapinski voran

nen in dieser Sache, darunter den Notenbankchef selbst, befragen. Glapinski selbst bekräftigte indes einmal mehr, nichts Illegales getan zu haben und kritisierte die Ermittlungen gegen ihn als „ungerechtfertigt“. Seinen Worten zufolge untergräbt die Untersuchung die geldpolitische Unabhängigkeit und könnte somit den Zloty schwächen. Die polnische Landeswährung zeigt sich allerdings bislang von dem drohenden Verfahren gegen den Notenbankobersten unbeeindruckt. Marktbeobachtern zufolge dürfte dies daran liegen, dass es als unwahrscheinlich eingeschätzt wird, dass es den Politikern der aktuellen Regierungskoalition tatsächlich gelingen wird, Glapinski seines Amtes zu entheben. Selbst wenn dieses Thema den Zloty nicht nachhaltig unter Abgabedruck bringen dürfte, so geben wir doch zu bedenken, dass dieses besonders in risikoaversen Zeiten durchaus zu temporären PLN-Rücksetzern führen könnte.

Nicht ganz so entspannt nahm hingegen der ungarische Forint die aufgekommene Diskussion um die Nachfolge von MNB-Chef Matolcsy auf. Dass dieser verunsichert auf diese Thematik reagiert hat, dürfte dem Umstand geschuldet sein, dass mit dieser Personalie nicht nur geldpolitische, sondern auch fiskalische Unsicherheit verbunden ist. Doch der Reihe nach. Aufgebracht hat dieses Thema niemand geringeres als der ungarische Ministerpräsident Orban. Dieser gab vor kurzem bekannt, dass er die Zusammenlegung des Wirtschafts- und Finanzministeriums zu einem „Super-Ministerium“ plant. Wer dieses leiten soll, der amtierende Wirtschaftsminister Nagy oder sein Amtskollege aus dem Finanzministerium, Varga, ließ Orban noch offen. Allerdings dürfte derjenige von den beiden, der hier leer ausgeht, den Hinweisen des Regierungschefs zufolge Matolcsy an die Spitze der MNB folgen.

Letztendlich wird der neue Notenbankchef vom ungarischen Parlament bestimmt. Allerdings verleihen die dortigen Mehrheitsverhältnisse Orbans Worten ein großes Gewicht und erklären, weshalb dessen Einschätzungen sich beim Forint verfangen haben. Wenngleich das Budgetdefizit unter der Ägide von Finanzminister Varga in den vergangenen Jahren auf über 6%/BIP angestiegen ist, so wird er dennoch allgemein als konservativer bzw. stabilitätsorientierter als Wirtschaftsminister Nagy und damit als geeigneter, die Notenbank zu leiten, betrachtet. Nagy wiederum scheint hingegen marktseitig aufgrund seiner ausgabenfreundlichen Wirtschaftspolitik eine gewisse Skepsis entgegenzuschlagen. Letztendlich könnte damit die personelle Entscheidung von Ministerpräsident Orban, wer das „Super-Ministerium“ leiten wird, auch Aufschluss darüber geben, ob er bis zu den nächsten Parlamentswahlen 2026 einer weiterhin expansiven Wirtschafts-/ respektive Fiskalpolitik den Vorzug geben oder sich auf die Eindämmung der öffentlichen Ausgaben konzentrieren wird.

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

Türkei & Südafrika: Die einen möchten dahin, wo die anderen schon sind

Die türkische Wirtschaft ist im zweiten Quartal nur noch um 2,5% (J/J) bzw. 0,1% (Q/Q) gewachsen. Damit hat sich die konjunkturelle Dynamik merklich abgeschwächt. Der deutliche Rückgang bei den privaten Investitionen zeigt, dass das durch die Notenbank spürbar erhöhte (Leit-) Zinsniveau inzwischen in der Realwirtschaft angekommen ist. Hierzu passt, dass sich auch der private Konsum abgeschwächt hat. Unserer Einschätzung zufolge dürfte die Ausgabenfreude der privaten Haushalte auch durch den zur Jahresmitte „eingefrorenen“ Mindestlohn belastet werden, hatten doch die kräftigen Steigerungen beim Mindestlohn die Belastung

Ministerpräsident Orban plant Kabinettsumbau

Wahl des Notenbankvorsitzenden gibt auch fiskalische Hinweise

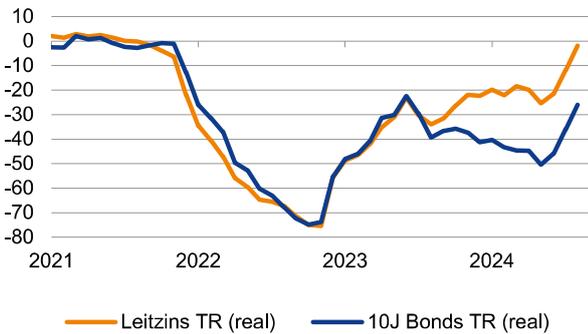
Konjunkturelle Delle zeichnet sich ab

durch die sehr hohe Inflation in den vergangenen Quartalen abgemildert. Letztendlich rechnen wir auf kurze Sicht mit weiteren Bremseffekten bei der Konjunktur.

Positives gibt es indes von der Inflationsentwicklung zu berichten, hat doch der Preisdruck im August weiter spürbar nachgelassen. Mit knapp 52% (J/J) in der Gesamt- und rund 51,5% (J/J) in der Kernrate ist die türkische Teuerung nun immerhin auf den niedrigsten Stand seit Sommer 2023 zurückgegangen. Dies dürfte auch die dortige Zentralbank (TCMB) wohlwollend zur Kenntnis nehmen, zeigt diese Entwicklung doch, dass ihre anhaltend restriktive Geldpolitik erste Früchte trägt. Der sich zuletzt beschleunigte Rückgang der Inflation zeigt sich nun auch deutlich in der Realzinsentwicklung des Landes, nähert sich doch z.B. der reale Leitzins erstmals seit rund drei Jahren wieder der Null-Prozent-Marke. Setzt sich der Disinflationsprozess in den kommenden Monaten wie allgemein erwartet weiter fort und kehrt der reale Leitzins in positives Terrain zurück, dürfte dies der TCMB den Spielraum für erste Leitzinssenkungen eröffnen. Hierbei sollten die türkischen Währungshüter allerdings mit Bedacht vorgehen, dürfte sich doch die ohnehin fragile Lira bereits von der Aussicht auf wieder niedrigere Leitzinsen wenig erfreut zeigen. Hinzu kommt, dass die kräftigen Lohnerhöhungen nach wie vor ein Aufwärtsrisiko für die Inflation darstellen, welches die TCMB im Blick behalten sollte.

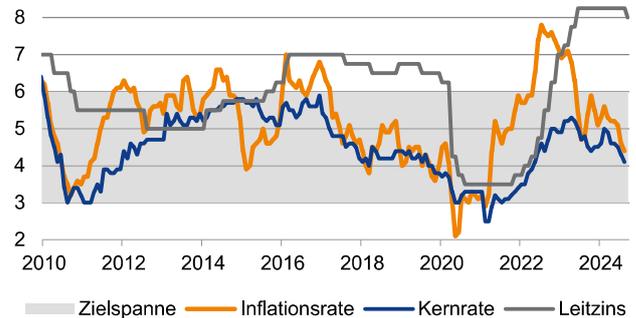
Preisdruck lässt erneut spürbar nach

TÜRKEI: REALES LEITZINSNIVEAU NÄHERT SICH ERSTMALS SEIT RUND DREI JAHREN WIEDER DER 0%-MARKE AN
REALE (LEIT-) ZINSENTWICKLUNG IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DER WEG ZU STETIG SINKENDEN LEITZINSEN IST IN SÜDAFRIKA FREI
IN %; INFLATIONSRATE J/J



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Die South African Reserve Bank (SARB) hat ihren Leitzins um 25 Bp gesenkt, nachdem sie den Satz seit der letzten Anhebung im Mai 2023 bei 8,25% gehalten hatte. Mit diesem hartnäckigen Festhalten trug sie dazu bei, dass sich der Preisauftrieb deutlich entspannt hat, und sie erwarb sich den Ruf als eine der schärfsten Notenbanken im Bereich der Emerging Markets. Im August war die Inflationsrate deutlicher als erwartet auf 4,4% (alles J/J) gesunken und die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel gab auf nur noch 4,1% nach. Die von der Notenbank angestrebte Inflationsrate von 4,5% ist damit unterschritten und dürfte gemäß den Projektionen der Notenbank auch im kommenden Jahr in diesem Bereich bleiben. Der sich entspannenden Preisauftrieb wurde zudem auch durch einen Rückgang der Inflationserwartungen begleitet. Damit sind bereits mehrere Zinssenkungen notwendig, um die Geldpolitik, gemessen am Realzins, nicht übermäßig restriktiv zu gestalten. Ein (vorläufiges) Ziel für den Leitzins dürfte im Bereich von 7% liegen, ein Niveau, dass im Vorfeld der Corona-Verzerrungen sogar noch leicht unterschritten wurde. Damals bewegte sich der Preisauftrieb ebenfalls weitgehend im gewünschten Bereich. Die SARB sieht den Leitzins im Laufe des kommenden Jahres sogar nur bis auf etwas über 7% fallen. Mit einem vorsichtigen herantasten an niedrigere Leitzinsen sollten

SARB hat Zinssenkungszyklus begonnen

mögliche negativen Folgen für die Währung begrenzt bleiben, auch wenn sich das Land damit langsam aus dem Kreis der Emerging Markets mit sehr hohem Zinsniveau verabschiedet. Hinzu kommt, dass mit EZB und Fed auch die beiden wichtigsten Notenbanken auf einem klaren Lockerungskurs sind. Trotz der Aussicht auf merkliche Zinssenkungen präsentierte sich der Rand in den letzten Wochen sogar deutlich fester und notiert gegenüber dem Dollar so stark wie seit mehr als einem Jahr nicht mehr. Geholfen hat in diesem Jahr vor allem die Rekordjagd beim Goldpreis, die in den letzten Wochen auch nicht mehr durch sinkende Preise bei den ebenfalls für Südafrika wichtigen Metallen aus der Platingruppe konterkariert wurde.

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

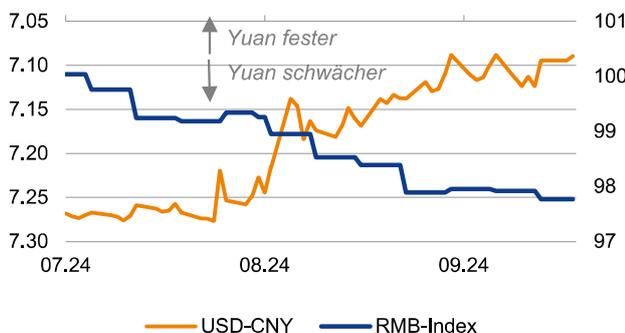
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Auf- oder Abwertung? Die zwei Gesichter des Yuan

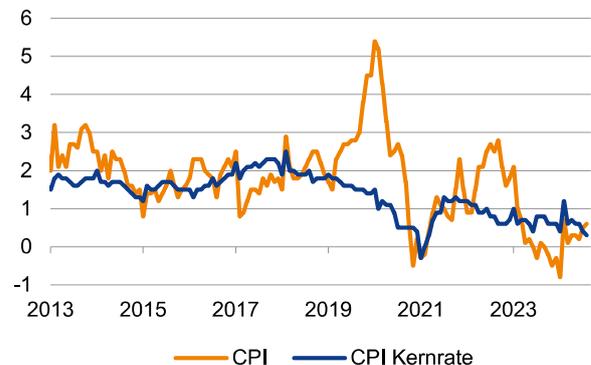
Inmitten der globalen USD-Schwäche scheint auch der chinesische Yuan Morgenluft zu wittern. USD-CNY hat im Umfeld der US-Zinsentscheidung im Tief bis unter 7,05 CNY nachgegeben und sich damit aus der etablierten Wohlfühlzone um 7,25 CNY verabschiedet. Über die Rolle der US-Geldpolitik dürften in dieser Publikation bereits genug Worte geschrieben sein; ein nicht zu verachtender Faktor für den Yuan ist aber auch die Entwicklung im benachbarten Japan als wichtigem Handelspartner. Dass die japanische Valuta seit Wochen zur Stärke neigt, verändert die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Chinas Exporteuren. Die Yen-Aufwertung verschafft politischen Spielraum für eine Yuan-Aufwertung. Dieser Zusammenhang mag fundamental nicht auf der Hand liegen; solange Peking seine Hände in der Kursbildung des Yuan im Spiel hat, ist er aber relevant. Chinas Währungspolitik strebt offiziell eine stabile Wechselkurentwicklung an – und meint damit aber nicht den USD-CNY-Kurs, sondern den handelsgewichteten Yuan. Und in der Tat sehen wir im RMB-Index, der die Währungen aller wichtigen Handelspartner umfasst, in den letzten Wochen eine Seitwärtsbewegung. Der längere Horizont der letzten Monate ist noch aufschlussreicher: Während es in USD-CNY so wirkt, als könnte der Yuan seine wirtschaftlichen Probleme abschütteln und stetig aufwerten, kennt der handelsgewichtete Yuan nur die Abwärtsrichtung.

Yuan-Aufwertung in USD-CNY im Kontrast zur handelsgewichteten Abwertung

YUAN IST LÄNGST NICHT SO STARK WIE USD-CNY NAHELEGT
USD-CNY (L.S., INVERS) UND HANDELSGEWICHTETER INDEX (R.S.)



DIE DEFLATION IST ZUM GREIFEN NAH
KONSUMENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv, CFTS, DZ BANK

Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Die fundamentalen Rahmenbedingungen für Chinas Währung bleiben von Herausforderungen geprägt. Der Außenhandel boomt derzeit zwar (noch!) aufgrund der staatlichen Exportoffensive und subventionierter Rabatte; dieser Impuls sollte jedoch bald auslaufen und von den Belastungen durch die vom Westen verhängten Schutz-zölle überlagert werden. Die Binnennachfrage ist ohnehin schleppend und kann sich nicht von den Nachwehen der Immobilienkrise befreien. Ausdruck des trüben Konsumklimas ist auch das unbefriedigende Preisumfeld. Im August waren es nur die wetterbedingt gestiegenen Lebensmittelpreise, die die CPI-Gesamtrate auf 0,6% (J/J) gebracht haben. Ohne diese schwankungsanfällige Komponente und ohne Energie war die Teuerung mit mageren 0,3% (J/J) so niedrig wie zuletzt vor drei Jahren und die Deflation zum Greifen nah.

Die nächsten beiden Highlights werden die Konsumentenpreise am 13. Oktober sowie die BIP-Daten am 18. Oktober sein. Der Abwärtsdruck auf das Wirtschaftswachstum wird in den kommenden Quartalen zunehmen und zu einem Prüfstein der jüngsten Wechselkursbewegung werden. Bis dahin ist damit zu rechnen, dass Peking sich dem USD-CNY-Rutsch entgegenstellt und Chinas Geschäftsbanken ihre USD-Käufe/CNY-Verkäufe intensivieren.

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

Brasilien & Mexiko: Geldpolitisch weit voneinander entfernt

Die Banco Central do Brasil hat ihren Drohungen Taten folgen lassen und ihren Leitzins um 25 Bp auf 10,75% angehoben. Nach ihrer letzten Zinssenkung im Mai hatte sie zunächst Geduld bewiesen und einen abwartenden Kurs gefahren. Diese Zinserhöhung ist insofern bemerkenswert, als dass am gleichen Tag die US-Notenbank mit ihrem Zinssenkungskurs begonnen hatte. Die brasilianische Notenbank hatte im Vorfeld vor allem die Eintrübung der Inflationserwartungen beklagt. Eingetrübt hatten sich insbesondere die Erwartungen für dieses und das nächste Jahr, während die längerfristigen Erwartungen noch relativ stabil blieben, vermutlich auch eine Folge der hawkischen Kommunikation der Notenbank. Erleichtert wurde den Geldpolitikern dieser Schritt durch die guten Wirtschaftszahlen. Insbesondere die überraschend starken BIP-Zahlen für das zweite Quartal, die erst Anfang des Monats veröffentlicht wurden und mit +1,4 (Q/Q) die Erwartungen deutlich übertrafen, lösten eine Welle der Aufwärtsrevisionen bei den Wachstumsprognosen für dieses Jahr aus. Für das kommende Jahr blieben die meisten Auguren aber noch skeptisch. In ihrer Stellungnahme deuteten die Notenbanker für die nächste Sitzung im November eine weitere Zinserhöhung an. Von einem darüberhinausgehenden nachhaltigen Zinserhöhungskurs gehen wir aber nicht aus, da die Geldpolitik bereits bei dem aktuellen Niveau tendenziell bremsend wirken sollte. Im Laufe des nächsten Jahres könnten dann auch die Zinserhöhungen aus diesem Jahr wieder zurückgenommen werden.

Politisch wird die Landschaft derzeit von den Kommunalwahlen Anfang Oktober bestimmt. Da es in Brasilien lediglich zwei Wahltermine gibt, zuletzt 2022 die Parlaments- und Präsidentschaftswahlen und nun die Kommunalwahlen, haben diese eine besondere Bedeutung als einziger Test der Regierung an den Wahlurnen. Dies führte in den letzten Monaten dazu, dass zwischen dem konservativ dominierten Parlament und der eher linken Regierung die Zusammenarbeit noch schwieriger wurde. Mit Blick auf die laufenden Verhandlungen für das kommende Haushaltsjahr besteht die Hoffnung, dass nach dem Wahltermin die Kompromissbereitschaft auf

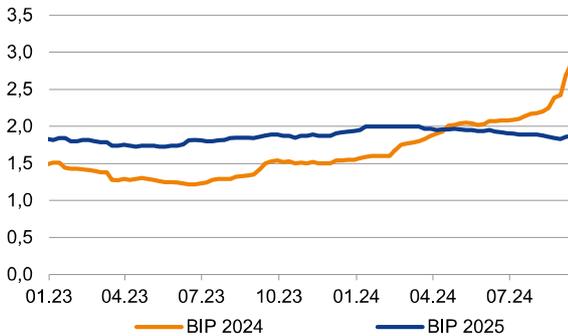
Exportboom auf Sand gebaut, Binnennachfrage kommt nicht in Schwung

Brasilianische Notenbank hebt Leitzins an

Nach den Wahlen wieder Kompromissbereitschaft

beiden Seiten wieder zunimmt. Dies dürfte dann auch dem Real zugutekommen, der zudem von der gegenüber den USA divergierenden Zinspolitik profitieren sollte.

BRASIL: BEOBACHTER BLEIBEN UNGEACHTET DER DERZEIT GUTEN WACHSTUMSZAHLEN SKEPTISCH FÜR 2025
J/J IN %; PROGNOSEN AUS WÖCHENTLICHEM FOCUS-REPORT



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

SCHWUNG BEI DEN INVESTITIONEN IN MEXIKO LÄSST NACH
INDEX JANUAR 2020 = 100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Mit der Justizreform wurde die erste der vom scheidenden Präsidenten Lopez Obrador initiierten Reformen verabschiedet. Nachdem die hierfür notwendige Zweidrittelmehrheit in beiden Kammern des Parlaments zusammenkam, dürften die Hindernisse für weitere verfassungsändernde Pläne ebenfalls zu bewältigen sein. Bisher relativ unabhängige Institutionen sollen dabei aufgelöst werden und die Aufgaben direkt von der Regierung übernommen werden. Damit würden künftig Kontrollinstanzen wegfallen. Ein weiteres Ziel der Politik ist die Stärkung der heimischen Quasi-Monopolisten bei der Stromversorgung (CFE) und im Ölsektor (Pemex). Dabei könnte es allerdings zu Konflikten mit den Regelungen im Freihandelsabkommen mit den USA und Kanada kommen, die auch den Peso belasten würden. Die Attraktivität Mexikos als Industriestandort könnte damit ebenfalls leiden. Für 2026 ist eine Neuverhandlung des Freihandelsabkommens vorgesehen, die je nach Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen kein Selbstläufer werden dürfte. Nachdem das Land vor allem im letzten Jahr einen Schub bei den Investitionen verzeichnete, häuften sich zuletzt die Meldungen über aufgeschobene Investitionsprojekte. Viele Unternehmen wollen Mexiko als Sprungbrett in den US-Markt nutzen und warten angesichts der unklaren Positionierung der künftigen US-Administration lieber ab.

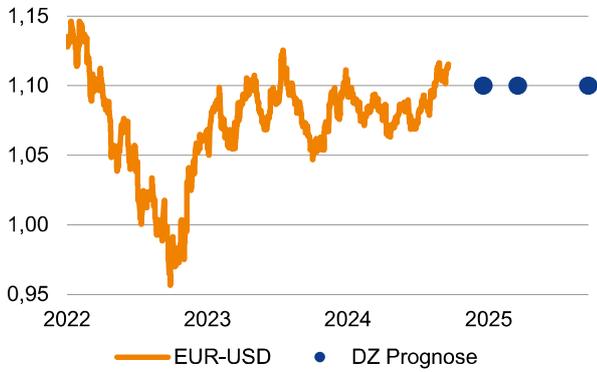
Reformprogramm in Mexiko birgt Risiken

Geldpolitisch bestehen weniger Unsicherheiten, sieht sich die Banco de México doch auf einem klaren Zinssenkungskurs. Angesichts eines mit 10,75% noch immer sehr hohen Leitzinses erscheint der Lockerungskurs angemessen, wenn sich der von der Notenbank erwartete Rückgang der Inflationsrate dann auch einstellt. Zumindest die Richtung bei den Preiszahlen für den August geben der Notenbank Recht. Die Jahresrate rutschte wieder auf 5,0% (alles J/J), nachdem sie im Juli auf 5,6% gesprungen war. In der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel setzte sich die sanfte Abflachung mit 4,0% nach zuvor 4,1% fort. Beide Größen sind damit aber noch deutlich von der Zielmarke von 3,0% entfernt und auch die Notenbank erwartet eine Zielerreichung erst für Ende 2025. Beobachter sind diesbezüglich skeptischer, ob sich der Preisauftrieb im erhofften Umfang reduziert. Die Risiken für den Peso, die von den Zinssenkungen ausgehen, werden allerdings durch den Lockerungskurs der US-Notenbank begrenzt, der dafür sorgt, dass der Zinsabstand zwischen den beiden Währungsräumen nicht deutlicher schrumpft.

Fed und Banco de Mexico auf gemeinsamen Zinspfad nach unten

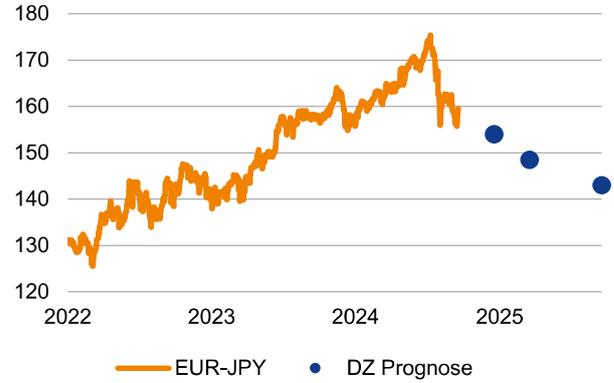
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



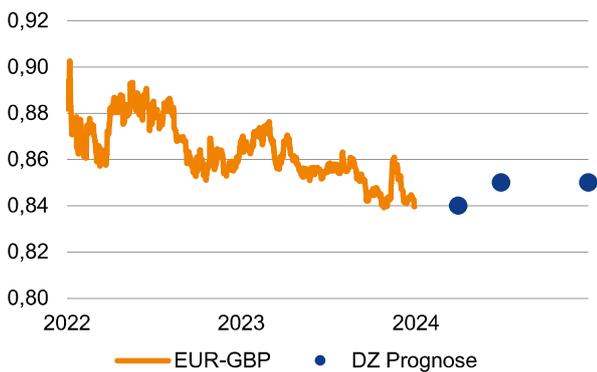
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



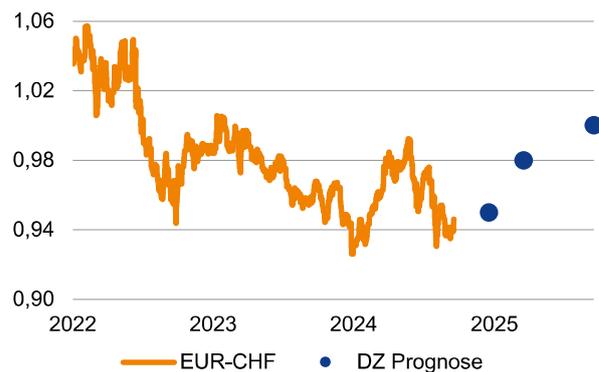
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



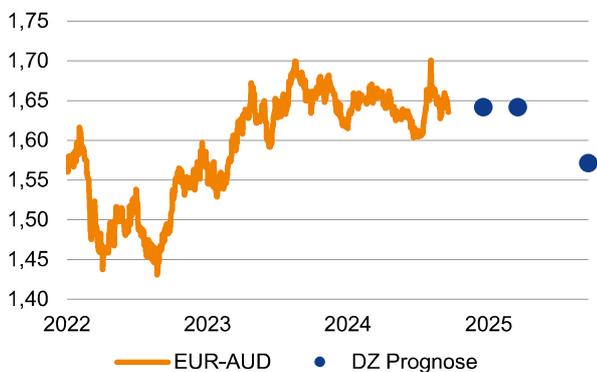
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



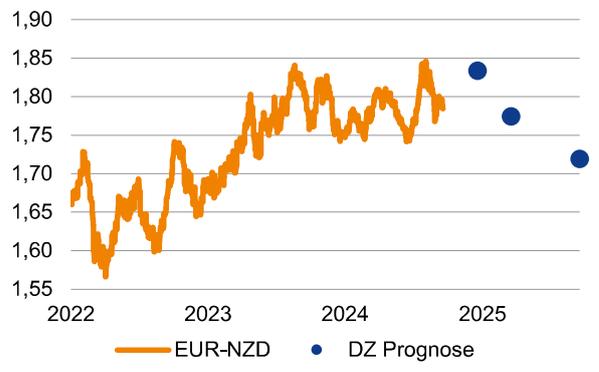
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



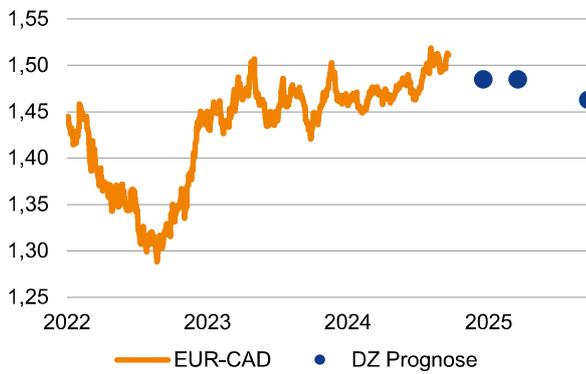
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



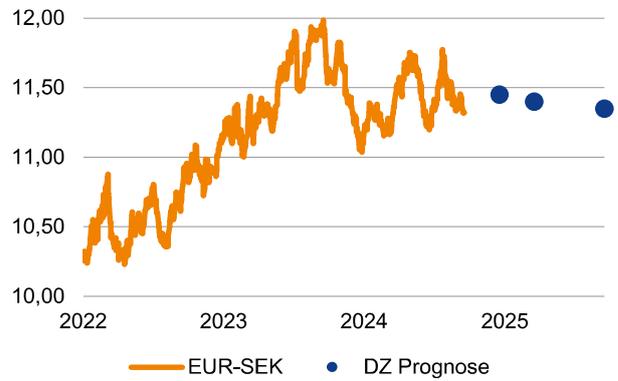
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



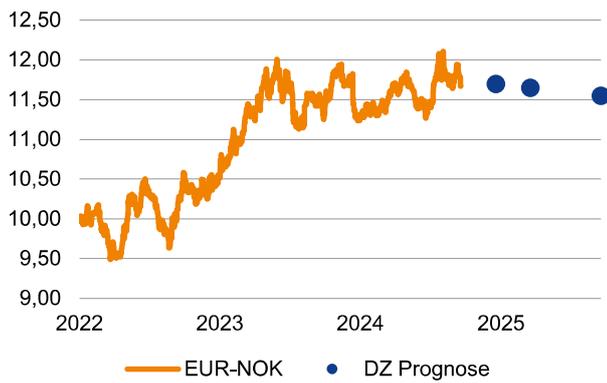
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



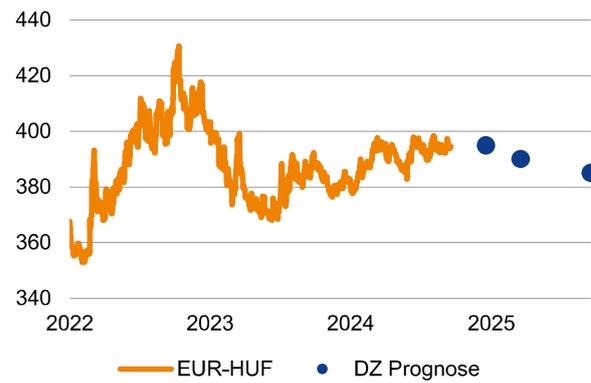
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



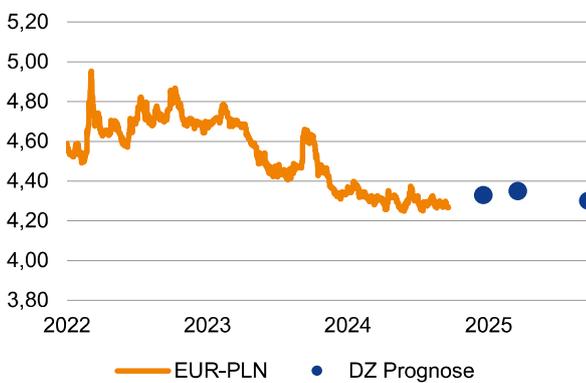
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



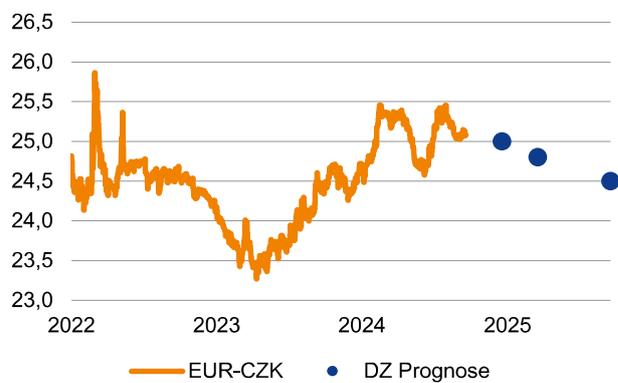
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



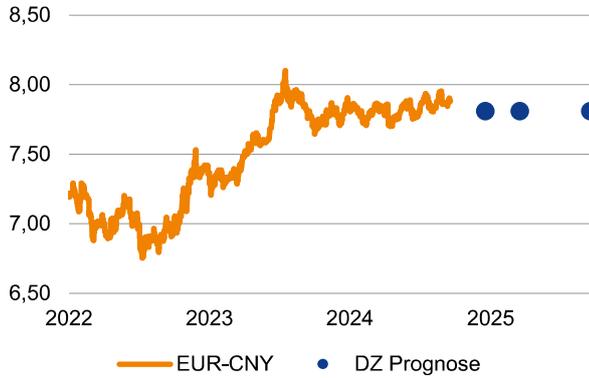
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



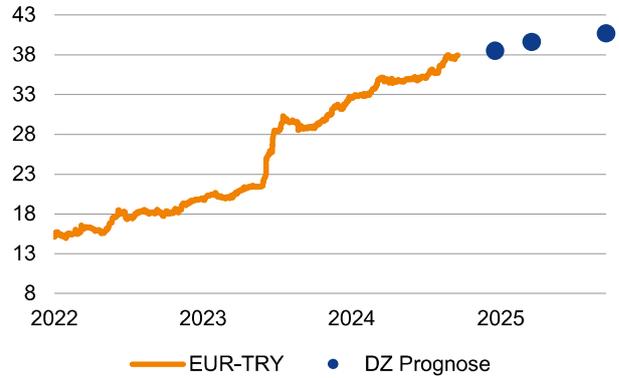
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



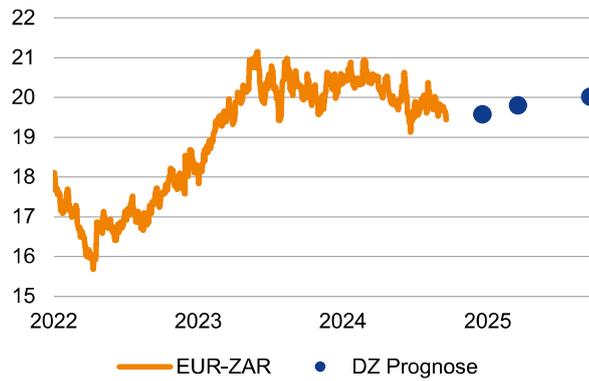
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



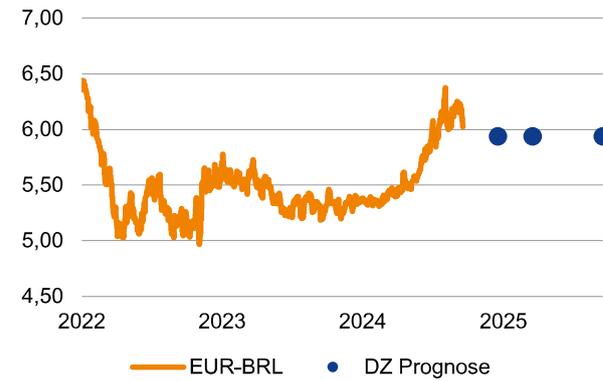
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

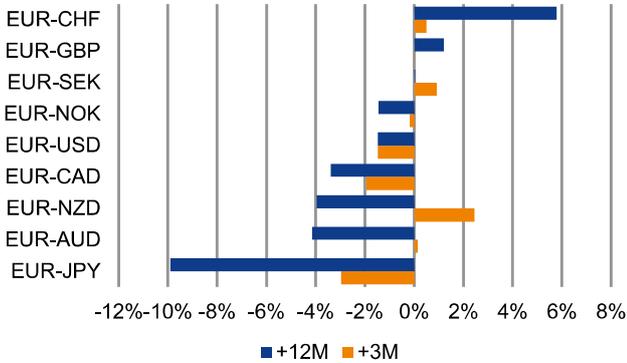
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

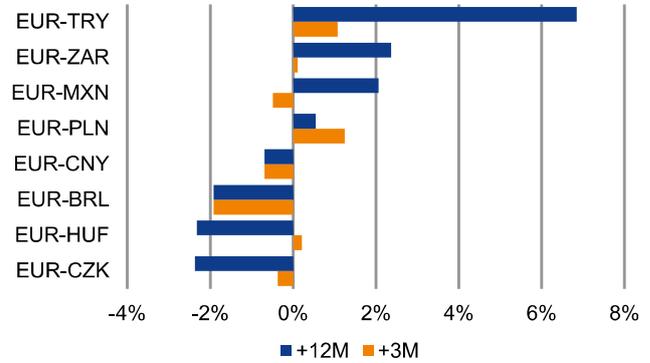
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,1164	1,10	1,10	1,10
EUR/GBP	0,8399	0,84	0,85	0,85
EUR/JPY	158,72	154	149	143
EUR/CHF	0,9452	0,95	0,98	1,00
EUR/AUD	1,6395	1,64	1,64	1,57
EUR/NZD	1,7895	1,83	1,77	1,72
EUR/CAD	1,5145	1,49	1,49	1,46
EUR/NOK	11,72	11,70	11,65	11,55
EUR/SEK	11,35	11,5	11,4	11,4
EUR/PLN	4,2765	4,33	4,35	4,30
EUR/CZK	25,09	25,0	24,8	24,5
EUR/HUF	394,2	395	390	385
EUR/TRY	38,09	38,5	39,6	40,7
EUR/ZAR	19,56	19,6	19,8	20,0
EUR/CNY	7,8648	7,81	7,81	7,81
EUR/BRL	6,0562	5,94	5,94	5,94
EUR/MXN	21,55	21,5	22,0	22,0

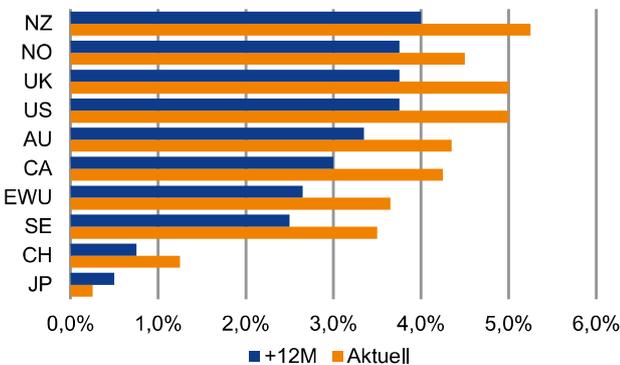
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1164	1,10	1,10	1,10
GBP/USD	1,3292	1,31	1,29	1,29
USD/JPY	142,17	140	135	130
USD/CHF	0,8467	0,86	0,89	0,91
AUD/USD	0,6809	0,67	0,67	0,70
NZD/USD	0,6239	0,60	0,62	0,64
USD/CAD	1,3566	1,35	1,35	1,33
USD/NOK	10,50	10,64	10,59	10,50
USD/SEK	10,16	10,4	10,4	10,3
USD/PLN	3,8306	3,94	3,95	3,91
USD/CZK	22,48	22,7	22,5	22,3
USD/HUF	353,1	359	355	350
USD/TRY	34,12	35,0	36,0	37,0
USD/ZAR	17,52	17,8	18,0	18,2
USD/CNY	7,0448	7,10	7,10	7,10
USD/BRL	5,4248	5,40	5,40	5,40
USD/MXN	19,31	19,5	20,0	20,0

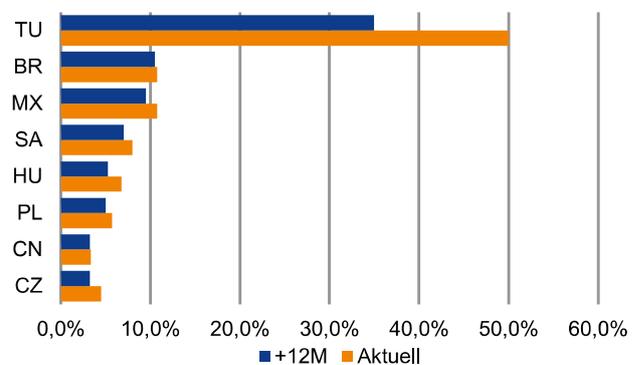
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	0,7	1,2	0,5	0,6	0,8	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,4	2,1	2,6	2,5	2,3	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-2,9	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	2,2	2,3				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	1,8	2,9	3,1	2,1	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	2,9	2,3	3,2	3,2	2,6	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,2	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-3,4	-3,5				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,7	0,2	1,2	-0,9	-1,0	1,1	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	2,5	2	2,5	2,7	2,6	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,05	-3,7	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	3,6	3,6				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	1,1	1,3	0,3	0,9	1,3	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,5	2,3	3,5	2,1	2,1	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,6	-3,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-2,9	-3,3				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,1	1,6	0,6	1,2	1,3	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	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	2,5	1,3	1,0	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,6	3,3	2,9	3,6	3,8	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	0,3	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,3	0,1	-1,5				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	0,6	2,1	0,5	0,1	0,8	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,2	2,0	4,0	3,3	2,9	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,3	-1,5	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-5,0	-4,2				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	1,1	1,8	0,6	0,9	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	2,7	2,4	2,8	2,7	2,5	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	-1,6	-2,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-0,5	-0,7				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,7	2,1	0,3	0,0	0,9	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	8,6	3,2	1,7	4,7	3,4	2,5	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,6	-0,5	-0,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,5	6,1	4,5				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	1,3	1,6	1,1	1,3	2,0	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,5	2,3	4,4	3,1	3,5	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	16,2	11,9	8,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17,7	15,9	13,8				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,7	1,6	3,4
Inflation (in % gg. Vj.)	17,1	4,0	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-4,6	-3,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,2	1,4	1,0
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	2,4	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	11,4	4,1	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-5,2	-4,6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,6	0,2	-1,5
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,0	1,0	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	10,6	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-2,8	-1,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,4	1,8	0,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,1	3,0	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	53,9	60,0	26,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,5	-2,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,3	-1,9	-1,9
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	0,7	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,9	5,2	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,3	-5,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,6	-2,2	-2,3
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	5,2	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,6	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,9	-8,0	-7,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	1,8	1,5
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	3,0	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	4,3	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-7,1	-7,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-2,2	-2,3
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	1,1	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	4,8	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-5,0	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-0,7	0,2

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2024 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

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

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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