



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Sinkende Leitzinsen – neue Rahmenbedingungen für das Währungsgefüge

Nur noch zweieinhalb Wochen und die Entscheidung ist gefallen, wer als neuer US-Präsident oder Präsidentin die Nachfolge von Joe Biden antreten wird. In den USA wird die Entwicklung am Kapitalmarkt sehr stark vom Ausgang der Präsidentschaftswahl abhängen. Für den Fall, dass Donald Trump das Rennen macht, sind auch die Mehrheitsverhältnisse im Kongress von Bedeutung. Kann er durchregieren, dürfte dies mit einer höheren Volatilität für den US-Dollar einhergehen, was auch für die Devisenmärkte Europas und den Rest der Welt nicht ohne Folgen bleiben dürfte.

Das Umfeld für die Finanzmärkte lässt sich derzeit mit wenigen Worten beschreiben: Eine Inflation, die bis auf wenige Ausnahmen weiterhin über dem Ziel der Notenbanken liegt, ein moderates Wachstum und eine restriktive Geldpolitik. Sollen die Notenbanken nun die Leitzinsen (weiter) senken, um die konjunkturelle Dynamik anzukurbeln, oder sollen die Währungshüter angesichts des nur langsam nachlassenden Preisdrucks weiterhin auf der geldpolitischen Bremse stehen?

Unsere Prognosen hierzu: Bei den weiteren Verläufen der Inflationsraten gehen wir von einer fortgesetzten Entspannung aus. Zwar dürfte der durchschnittliche jährliche Preisauftrieb in Ungarn und der Schweiz stabil bleiben und sich in Polen und China noch etwas beschleunigen, bei allen übrigen Staaten unserer Coverage sollte sich die Teuerung im kommenden Jahr gegenüber 2024 abschwächen, aber überwiegend noch über den Zielwerten der Notenbanken verharren. Die Leitzinsen sollten mit Ausnahme Japans und Brasiliens auf breiter Front (weiter) nachgeben. Im Euroraum dürften die Leitzinsen auf Jahresfrist um 100 Basispunkte sinken, in den USA um 150 Basispunkte.

Unser Währungsausblick

Auf Basis unserer Prognosen ist der attraktivste Wechselkurs auf Sicht von drei Monaten der japanische Yen, gefolgt vom brasilianischen Real. Auch auf dem mittleren Horizont und auf Jahresfrist schneidet der Yen mit deutlichem Abstand am besten ab. Neben Yen und Real bieten noch Neuseeland- und Kanada-Dollar, Forint, die norwegische und tschechische Krone und der Yuan durchweg Aufwertungspotenzial zum Euro. Stärkere Verluste sollten sich hingegen beim Franken sowie den Schwellenländerwährungen Peso, Rand und türkischer Lira einstellen.

ERWARTETE WECHSELKURSVERÄNDERUNG ZUM EURO IN PROZENT

	JPY	NZD	HUF	BRL	AUD	CZK	NOK	CAD	CNY	SEK	PLN	USD	GBP	MXN	ZAR	CHF	TRY
in 3M	4,1	1,1	1,6	3,7	-0,8	1,2	1,0	1,1	0,7	-0,4	-0,7	-0,9	-0,3	0,3	-2,3	-1,2	-2,9
in 6M	9,5	2,7	2,9	3,7	0,7	2,0	1,4	1,1	0,7	0,0	-1,2	-0,9	-1,5	-2,2	-3,3	-4,2	-5,6
in 12M	13,8	6,0	4,2	3,7	3,6	3,2	2,7	2,7	0,7	0,5	-0,7	-0,9	-1,5	-2,2	-4,4	-6,1	-8,2

Quelle: LSEG, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich

Fertiggestellt:

18.10.2024 12:11 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro trotz schlechten Daten	2
USA: Wahlen im Fokus	3
Japan: Wichtige Weichenstellungen kurz vor Halloween	4
Großbritannien: Bank of England wartet den Haushalt ab	5
Schweiz: Deflation rückt näher – wann reagiert die SNB alarmiert?	6
Australien & Neuseeland: RBNZ erhöht Zinssenkungstempo, RBA hält still	7
Kanada: Kurzfristig ist es kompliziert	9
Skandinavien: Riksbank senkt Leitzins zügig – Norges Bank wartet noch ab	10
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Ungarns Geld- und Wirtschaftspolitik besonders im Fokus	13
Türkei & Südafrika: Geldpolitische Gangarten divergieren	14
China: Ein großes Konjunkturpaket mit vielen offenen Fragen	16
Brasilien & Mexiko: Sorgen vor Trump nur in Mexiko	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:

Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro trotz schlechten Daten

Betrachtet man die jüngste Entwicklung von EUR-USD, entsteht der Eindruck, dass die Gemeinschaftswährung zuletzt deutlich an Boden verloren hat. Konnte das Währungspaar Ende September noch Gewinne bis knapp über 1,12 USD verbuchen, ist es zuletzt zurück in die Region unter 1,0900 USD gefallen. Ein genauerer Blick zeigt jedoch, dass es sich hierbei sehr eindeutig um eine USD-Bewegung gehandelt hat. Der Dollar hat innerhalb des G10-Universums deutlich an Wert gewonnen. Tatsächlich zeigt sich bei dieser Betrachtung, dass auch der Euro durchaus solide unterwegs ist – er konnte sich gegenüber allen anderen G10-Währungen durchsetzen. Dies überrascht angesichts der nach wie vor trüben Datenlage, die insbesondere mit Blick auf Deutschland bislang wenig Hinweise auf eine echte Verbesserung gibt.

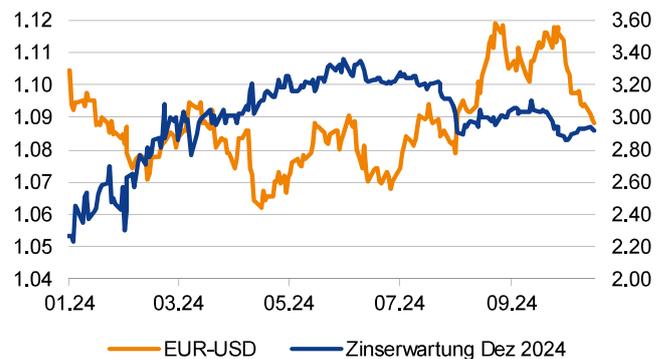
Euro hält sich insgesamt solide – der Blick auf EUR-USD ist irreführend

EWU-SURPRISE INDEX STEIGT – TROTZ SCHLECHTER DATENLAGE
SURPRISE INDEX (IN PUNKTEN)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ZINSENKUNGSERWARTUNGEN IN DER EUROZONE SIND STABIL
LS: EUR-USD; RS: IMPLIZITE ZINSERWARTUNGEN ENDE 2024



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Dass sich die Währung dennoch so gut behaupten kann, dürfte vor allem daran liegen, dass die Enttäuschung darüber, dass der Eurozone keine konjunkturelle Erholung gelungen ist, schon seit geraumer Zeit gelegt hat. Gut abzulesen ist dies an der Entwicklung des EWU-Economic Surprise Index (siehe Grafik oben links). Der Index misst die Differenz zwischen den wirtschaftlichen Daten und der Konsensprognose. Ein steigender (fallender) Index, bedeutet also, dass die Daten besser (schlechter) als erwartet ausfallen. (Er sagt im Übrigen nichts darüber aus, ob die Daten „gut“ oder „schlecht“ sind, sondern misst lediglich die Überraschung.). Der Index für die Eurozone fiel bereits im April unter die Nulllinie und durchlief insbesondere im Juni und Juli eine tiefe Talfahrt während derer der Index bis 0,53 Punkte fiel. Ende August kam dann die Trendwende: innerhalb kurzer Zeit stieg der Index auf -0,2 und im Verlauf des Septembers bis -0,12 Punkte. Die Datenlage bleibt eindeutig schlecht, sie vermag jedoch nicht mehr negativ zu überraschen. Mit anderen Worten: die Erwartungen des Marktes sind mittlerweile so niedrig, dass es fast zwangsläufig die eine oder andere positive Überraschung geben muss. Dass daraus keine Euro-Rallye entstehen kann ist klar, dennoch erklärt es, warum der Euro sich in den vergangenen Wochen so erstaunlich robust gezeigt hat, trotz der trüben konjunkturellen Lage. Die Zeiten in denen schwache Daten aus der Eurozone das Potenzial hatten, den Euro unter Druck zu setzen, sind vorbei, gleichzeitig gibt es keinen Grund zur Euphorie. Gute Gründe, um bei unserer Prognose von 1,10 USD zu bleiben.

Die schlechte Datenlage in der Eurozone ist längst eingepreist

EUR-USD kehrt in die aktuelle Wohlgefühlzone unter 1,10 USD zurück

USA: Wahlen im Fokus

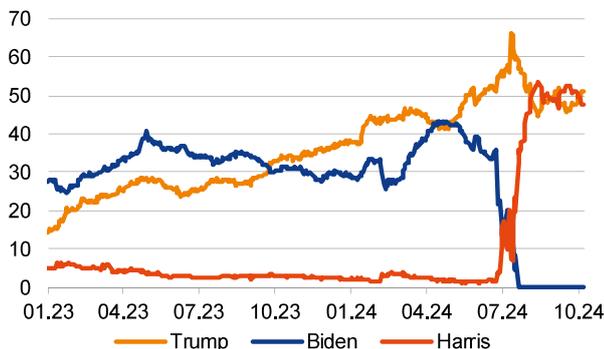
Die US-Wahlen rücken nun immer näher und das Rennen zwischen Harris und Trump ist nach wie vor äußerst eng. Aktuellen Umfragen zufolge ist es besonders in Pennsylvania und Wisconsin knapp, wo der Spread der Umfragewerte weniger als 0,5%-Punkte beträgt. Diese Bundesstaaten könnten angesichts ihrer 19 bzw. 10 Wahlmännerstimmen mit wahlentscheidend sein. Zuletzt konnte Trump in den Umfragen zulegen, aber zum aktuellen Zeitpunkt kann wohl niemand vorhersagen, wie die Wahl ausgehen wird. Allerdings ist es weiterhin wahrscheinlich, dass es weder Trump noch Harris gelingen wird, eine deutliche Mehrheit in den Häusern hinter sich zu vereinen. Unser Hauptszenario, in dem wir davon ausgehen, dass der neue Präsident bzw. die neue Präsidentin nicht in der Lage sein wird durchzuregieren hat somit weiterhin Bestand.

Ebenso „spannend“ wie der Ausgang der Wahl wird möglicherweise auch der Wahltag bzw. die Wahlwoche an sich werden. Denn sollte Trump eine Niederlage erleiden, ist es nicht unwahrscheinlich, dass es in Teilen der USA zu Ausschreitungen kommt. Dass sich dementsprechende Schlagzeilen direkt auf den Finanzmarkt auswirken, bezweifeln wir allerdings. Zumindest solange die Proteste schnell beigelegt sind und nicht der Eindruck entsteht, dass die Regierung die Kontrolle verloren hat.

Trump vs. Harris: Die Wahl steht (endlich) an

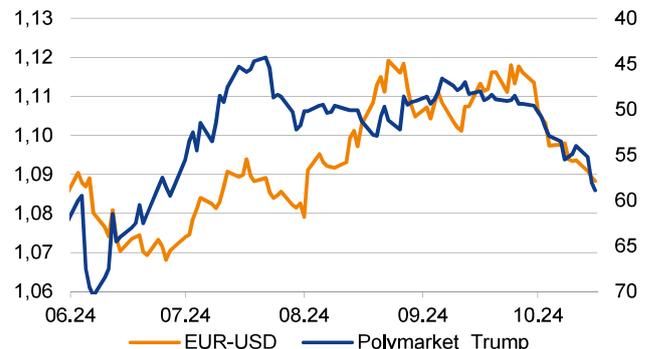
Sollte Trump verlieren, ist in den USA mit Unruhen zu rechnen

AKTUELLE WAHLUMFRAGE: ENGES RENNEN
% DER STIMMEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WETTBOERSEN SETZEN AUF TRUMP, DER DOLLAR AUCH?
LS: EUR-USD; RS: KURS FÜR TRUMP-SIEG, INVERTIERTE SKALA



Quelle: Bloomberg, Polymarket, DZ BANK

Wesentlich weniger spektakulär als die US-Präsidentenwahl dürfte das nächste Treffen der US-Notenbank werden, die direkt nach der Wahl, genauer gesagt am 7. November, über den weiteren geldpolitischen Pfad entscheiden wird. Alles andere als eine Senkung um 25 Basispunkte wäre eine Überraschung und so dürfte diese Zinssitzung im Tohuwabohu der US-Wahlen fast zu einem Non-Event werden.

Angesichts der Brisanz der Wahlen, tritt die Fed-Entscheidung am 7. November in den Hintergrund

Dem Dollar ist es zuletzt gelungen wieder an Boden gut zu machen. Zwar zeigt die US-Wirtschaft deutliche Anzeichen einer Abschwächung, insgesamt ist das Wachstum in den USA jedoch weiterhin recht solide und die Aussichten für das kommende Jahr sind ebenfalls gut. Aus konjunktureller Sicht gibt es somit keine überzeugenden Argumente für eine nachhaltige, dynamische Auf- oder Abwertung des Dollars. Erstere würde einer spürbar besseren Performance der US-Wirtschaft und ein weiteres Auspreisen von Zinssenkungen bedürfen (dies könnte z.B. passieren, sollte Trump nicht nur gewinnen, sondern deutliche Mehrheiten in den Häusern hinter sich bringen können). Eine nachhaltige Abwertung des Dollars hingegen könnten wir uns im Fall einer überraschend eintretenden Rezession in den USA und/oder einer Überspan-

Dollar holt auf, größere Gewinne trauen wir ihm jedoch nicht zu

nung des fiskalpolitischen Bogens vorstellen. Das Budgetdefizit in den USA beträgt derzeit mehr als 7% des BIP und hat somit durchaus als kritisch zu bezeichnende Niveaus erreicht. Eine verantwortungslose(re) Fiskalpolitik unter der nächsten Regierung könnte das Fass zum Überlaufen bringen und die ohnehin bereits schwelende Sorge über die finanzielle Lage der USA entfachen. Ein höheres Renditeniveau und ein gleichzeitig schwächerer Dollar wären die Folge.

Bislang gehen wir jedoch davon aus, dass dieser Fall nicht eintritt, bzw. es der Regierung in Washington gelingt eine Vertrauenskrise zu verhindern. Was den Dollar betrifft, so erwarten wir dementsprechend keine signifikanten Verschiebungen in die eine oder andere Richtung.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

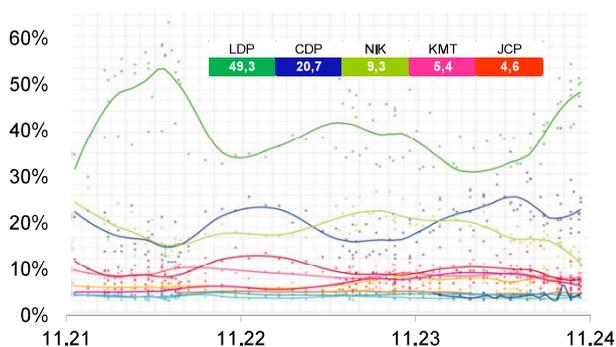
Der USD dürfte sich weiterhin leicht volatil seitwärts bewegen

Japan: Wichtige Weichenstellungen kurz vor Halloween

Gleich zwei Großereignisse werfen in den kommenden Wochen in Japan ihre Schatten voraus: die vorgezogenen Parlamentswahlen am 27. Oktober und die Sitzung der Bank von Japan am 31. Oktober. (Wenn wir die US-Wahl und das Risiko eines ungeordneten Wahlausgangs mit entsprechenden globalen Marktturbulenzen dazu nehmen, wären es sogar drei Event Risks.) Nach dem Rückzug des letzten Premierministers Kishida und der Wahl zum LDP-Vorsitzenden will sich der neue Regierungschef Ishiba die Rückendeckung durch die Wähler holen, ein in Japan durchaus übliches Vorgehen. Die steigenden Lebenshaltungskosten, ein Novum für viele Einwohner Japans), aber auch der Spendenskandal, in den ranghohe LDP-Mitglieder verwickelt sind, sind die dominierenden Themen im Wahlkampf und haben offenbar zu einem Umdenken innerhalb der Bevölkerung geführt. Jüngsten Umfragen zufolge droht der „ewigen“ Regierungspartei LDP der Verlust der absoluten Mehrheit, nachdem sie seit 2012 durchgehend die alleinige Macht im Unterhaus hatte. Im Oberhaus ist Ishibas Kabinett bereits auf die Unterstützung der Partei New Komeito angewiesen; jetzt droht auch im politisch einflussreicheren Unterhaus eine Machtverschiebung mit potenziell lauter werdenden Ansprüchen des kleinen Oppositionspartners. Damit wird die Parlamentswahl in Japan zu einem echten Ereignisrisiko für die Finanzmärkte, was in der Vergangenheit i. d. R nicht üblich war.

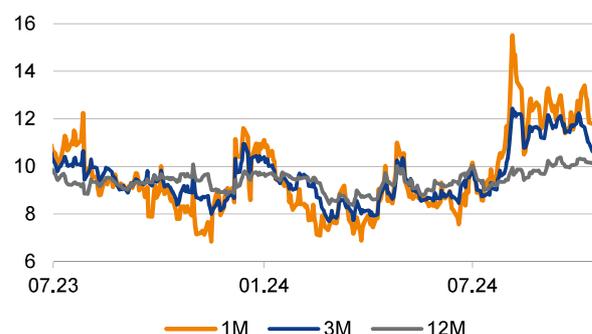
Kippt die absolute Mehrheit der „ewigen“ Regierungspartei LDP?

LDP DROHT VERLUST IHRER ABSOLUTEN MEHRHEIT
UMFRAGEN ZUR UNTERHAUSWAHL AM 27. OKTOBER (OHNE UNENTSCHLOSSENE UND NICHTWÄHLER)



Quelle: Kyodo News, ANN, JNN, Nikkei, Asahi, Wikipedia, DZ BANK

AUFREGENDE ZEITEN FÜR DEN YEN
IMPLIZITE VOLATILITÄTEN USD-JPY, ATM, IN %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Nicht nur innenpolitisch, auch geldpolitisch steht Japan vor einer Neuausrichtung. Mit einer erneuten Zinserhöhung ist auf der BoJ-Sitzung am 31. Oktober nicht zu rechnen, eine klare Vision für die weiteren Pläne wäre aber u.E. mehr als überfällig. In den letzten Wochen hatten die BoJ-Vertreter durch ihre Wortmeldungen eher für Unsicherheit gesorgt - statt „Forward Guidance“ haben wir „Forward Confusion“ geliefert bekommen. Entsprechend erratisch waren auch die Kursbewegungen in USD-JPY in den letzten Wochen: Das Währungspaar wurde zwischen hawkishen und dovishen Spekulationen hin und her getrieben, zuletzt konnte sich die dovische Seite durchsetzen. Durch die jahrzehntelange Niedrigzinspolitik in Japan fehlt den Finanzmärkten das „Training“ im Umgang mit Zinserhöhungsspekulationen, entsprechend überproportional sind auch die Kursausschläge beim Ein- und Auspreisen von BoJ-Schritten. Wir rechnen bereits bei der Dezember-Sitzung mit dem nächsten Zinsschritt, während der Geldmarkt einen solchen Schritt erst für Sommer 2025 voll eingepreist hat. Entsprechend empfänglich dürfte der Yen für dieses geldpolitische Geschenk sein und mittelfristig wieder spürbar fester notieren. Dies gilt umso mehr als die marktseitige Neubewertung des US-Zinsausblicks inzwischen abgeschlossen sein dürfte; es fehlt also an Argumenten für eine Fortsetzung der globalen US-Dollar-Hausse.

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

Kalibrierung der Geldpolitik bringt Achterbahnfahrt für USD-JPY

Großbritannien: Bank of England wartet den Haushalt ab

Nach ihrem ersten Lockerungsschritt im August legte die Bank of England (BoE) im September eine Pause ein. Die Inflation bewegt sich seit Mai seitwärts um den Zielwert von 2%, dürfte aber im zweiten Halbjahr 2024 über weite Strecken leicht darüber liegen. Zudem beläuft sich der Preisaufrieb für Dienstleistungen, der seit mehr als einem Jahr Anlass zur Sorge gibt, nun um 5% (J/J). Angesichts der Bedeutung des Dienstleistungssektors für die britische Wirtschaft kann die BoE daher nicht behaupten, dass die Inflation wieder vollständig unter Kontrolle ist. Dies spricht für Vorsicht in Bezug auf Zinssenkungen, zumal die Abkühlung am Arbeitsmarkt nur langsam erfolgt.

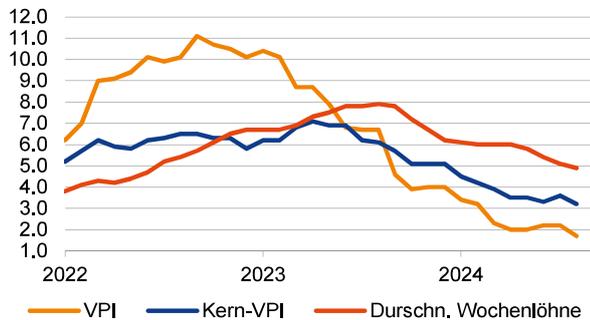
Konjunkturprognosen werden dadurch erschwert, dass am 30. Oktober der neue Haushalt ansteht. Im Wahlkampf versprach die Labour Party in verschiedenen Bereichen zusätzliche Staatsausgaben. Sie hat bereits die Löhne von vielen tausend Beschäftigten im öffentlichen Sektor erhöht (und dabei das Haushaltsloch im Fiskaljahr 2024-2025 um mehrere Milliarden Pfund erhöht). Zum Monatsende sollten dann umfassendere Einzelheiten zur Ausgaben- und Steuerpolitik bekannt sein. Die fiskalpolitischen Vorhaben dürften beträchtlichen Einfluss auf die Geldpolitik der Bank of England haben. Je expansiver die Fiskalpolitik ist, desto wahrscheinlicher wird es, dass geldpolitische Lockerungen nur langsam erfolgen, und umgekehrt. Auch die Entwicklung der Realwirtschaft wird eine Rolle spielen. Die BoE dürfte nicht riskieren wollen, dass sie die Konjunktur durch eine anhaltend restriktive Geldpolitik abwürgt.

Wirtschaftliche Fundamentaldaten sprechen nicht für eine rasche Lockerung der Geldpolitik

Ausgaben- und Steuerpläne im neuen Haushalt könnten eine Neuausrichtung der Geldpolitik erforderlich machen

INFLATION LEICHT UNTER DEM ZIELWERT, LOHNWACHSTUM VERLANGSAMT SICH – ABER DIE BOE KANN SICH NICHT ZURÜCKLEHNEN

IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

RÜCKGANG DER EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTET AUF EINE MÖGLICHE KONJUNKTURVERLANGSAMUNG IN 2025 HIN

IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Kurzfristig sollte das Pfund Sterling davon profitieren, dass die BoE ihre Zinsen langsamer senken dürfte als die Fed und die EZB, eine Leitzinssenkung im November ist aber wahrscheinlich. Außerdem ist die politische Lage in Großbritannien recht stabil. Allerdings könnten der Haushalt und die US-Wahlen im kommenden Monat zu recht deutlichen Kursausschlägen führen. Je nach den Ereignissen in Washington, D.C. könnte die Volatilität auch noch länger anhalten. In jedem Fall ist es wohl unwahrscheinlich, dass das Pfund Sterling aufgrund positiver Nachrichten im restlichen Jahresverlauf 2024 neue Höchststände erreicht.

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

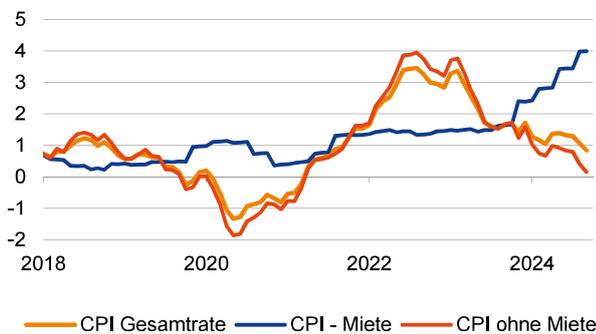
Wirtschaftliche und politische Unsicherheiten dominieren in nächster Zeit wohl die Wechselkursentwicklung

Schweiz: Deflation rückt näher – wann reagiert die SNB alarmiert?

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat auf ihrer jüngsten Sitzung erneut auf den stetigen Inflationsrückgang reagiert und den Leitzins um 25 Bp auf 1,00% gesenkt. Dabei hat sie auf ungewohnt deutliche Weise weitere Senkungen (Plural) in Aussicht gestellt und sich auch beim anschließenden Mediengespräch von der „dovishen“ Seite präsentiert, beispielsweise durch die deutliche Abwärtsrevision der Inflationsprojektionen. Der nächste Schritt auf (mindestens) 0,75% ist für Dezember damit vorgezeichnet, und die Finanzmärkte rechnen sogar mit einer Fortsetzung bis auf 0,50%. Wir sehen den klassischen Zinssenkungsspielraum allerdings zunehmend ausgereizt und halten es für längst überfällig, dass die SNB wieder auf Interventionen am Devisenmarkt setzt, um die gewünschte monetäre Lockerung zu erreichen. Derzeit scheint die Notenbank noch davor zurückzuschrecken, dabei gehört eine aktive Währungspolitik zu den etablierten Instrumenten der Schweizer Notenbank und war in der Vergangenheit eher Regel als Ausnahme und ein gleichberechtigtes Pendant zu Leitzinsänderungen.

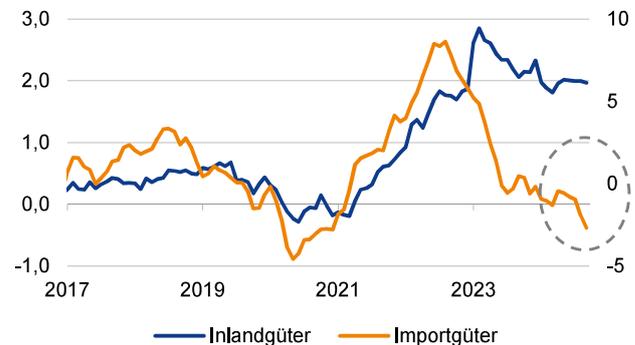
Höchste Zeit für Strategiewechsel von Zins- auf FX-Politik

OHNE MIETERHÖHUNGEN RÜCKT DIE DEFLATION IMMER NÄHER KONSUMENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

IMPORTIERTE DEFLATION – AUCH DANK CHF-STÄRKE PREISE FÜR INLANDGÜTER (L.S.) UND IMPORTGÜTER (R.S.), IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Dass sich der Schweizer Franken aktuell von seiner festen Seite präsentiert, unterstreicht u.E. die Notwendigkeit eines solchen Strategiewechsels. Die SNB hat keine Chance, mit den aggressiven Zinssenkungen ihrer Amtskollegen in Europa und den USA mitzuhalten, und die schrumpfende geldpolitische Divergenz könnte die Alpenwährung auf absehbare Zeit unter latenten Aufwertungsdruck setzen. Schon heute resultiert der (unerwünscht starke) Rückgang der Schweizer Inflation überwiegend aus importierten Waren und Dienstleistungen. Was läge da näher, als hier durch eine direkte Schwächung des Frankens gegenzusteuern? Sollte die SNB einen währungspolitischen Gang höher schalten, womit wir mittelfristig rechnen, dürfte sich EUR-CHF schnell von seinen Tiefs verabschieden. Sollte die SNB diesen Handlungsauftrag jedoch nicht annehmen, rückt die Schwelle zur Deflation gefährlich nahe.

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

**Disinflation stark geprägt von
Importpreisverfall, Franken-
Abwertung würde helfen**

Australien & Neuseeland: RBNZ erhöht Zinssenkungstempo, RBA hält still

Der australische und der neuseeländische Dollar wurden in den vergangenen Wochen einmal mehr ihrem Status als risikosensitive Währungen gerecht: Während sie innerhalb des G10-Währungsuniversums in der zweiten Septemberhälfte am stärksten von der US-Zinsschwäche, der Ankündigung umfassender fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen aus Peking und folglich von der globalen Aktienrallye profitierten, gerieten sie Anfang Oktober durch das vom starken US-Arbeitsmarktbericht ausgelöste Auspreisen von Fed-Zinssenkungserwartungen mit am stärksten unter Abgabedruck.

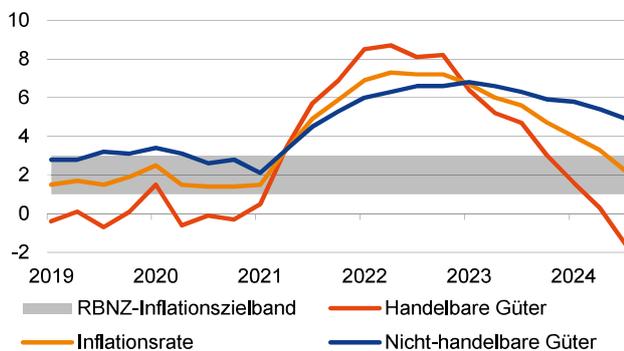
**AUD und NZD zuletzt von externen
Faktoren (US-Daten, globale Risiko-
stimmung) getrieben**

Für den neuseeländischen Dollar kamen zu den externen Treibern noch einige inländische Belastungsfaktoren hinzu, weshalb dieser im Vergleich zum „Aussie“ gegenüber dem US-Dollar noch einmal stärker abwertete – mittlerweile notiert dieser mit unter 0,61 USD auf dem niedrigsten Stand seit Mitte August. So deutete die vierteljährliche Umfrage des New Zealand Institute of Economic Research (NZIER) auf einen geringeren Preisdruck hin, infolgedessen Marktteilnehmer ihre Senkungserwartungen hinsichtlich des Leitzinsniveaus verstärkten. Die Zinsentscheidung der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ), bei der die Währungshüter dann den Leitzins unter anderem angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums sowie der auf kurze Sicht weiterhin gedämpften Aussichten um 50 Basispunkte auf 4,75% senkten,

**Neuseeländische Inflation wieder im
1-3%-Inflationszielband der RBNZ**

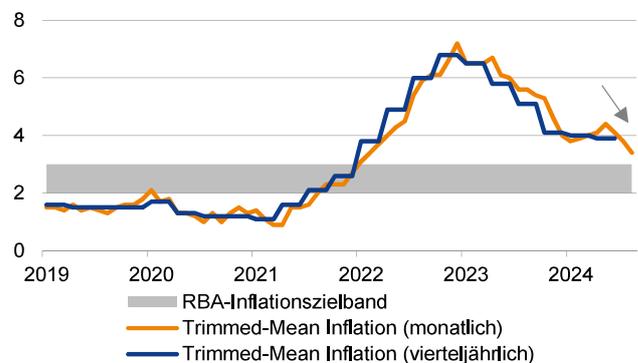
war dann der nächste Belastungsfaktor für den Kiwi-Dollar. Die Notenbank-Oberen erhöhten das Zinssenkungstempo aber auch aufgrund ihrer Zuversicht, dass die Inflationsrate wieder im Einklang mit dem Inflationsziel von 1-3% stehen würde. Und tatsächlich bestätigte die Veröffentlichung der jüngsten Preisdaten in dieser Woche dies: So sank die Gesamtinflationsrate im dritten Quartal deutlich auf 2,2% von zuvor 3,3% (je J/J) und befindet sich nun erstmals seit Anfang 2021 wieder im Zielkorridor. Der Haupttreiber für den nachlassenden Preisdruck waren erneut die handelbaren Güter (-1,6% J/J). Interessant ist aber auch, dass die Inflation für nicht-handelbare Güter, ein Proxy für den inländischen Preisdruck, ebenfalls deutlich und stärker als von der RBNZ projiziert rückläufig war.

NZ: DIE INFLATION BEFINDET SICH NUN ERSTMALS SEIT ANFANG 2021 WIEDER IM ZIELBAND DER RBNZ
INFLATIONSGRÖSSEN IN PROZENT; JE IN J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

AU: WEITER RÜCKLÄUFIGE VIERTELJÄHRLICHE T.-M. INFLATION WÜRD E BALDIGE RBA-ZINSSENKUNG RECHTFERTIGEN
INFLATIONSGRÖSSEN IN PROZENT; JE IN J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Fortschritte hinsichtlich der Disinflation und unsere Prognose, dass die Mitte des Inflationszielbandes (2%) im kommenden Jahr unterschritten werden dürfte, rechtfertigen ein zügiges Lockern der Geldpolitik. So rechnen wir für die letzte Notenbanksitzung ebenfalls mit einer 50-Bp-Zinssenkung, was die OIS-Forwards allerdings bereits mehr als vollständig einpreisen und den neuseeländischen Dollar somit nicht weiter belasten dürfte. Vielmehr trauen wir ihm angesichts der Tatsache, dass die neuseeländische Wirtschaft von nun an in den kommenden Quartalen stärker als die US-Wirtschaft wachsen sollte und die globale Konjunkturdynamik insgesamt anziehen sollte, moderate Kursgewinne zu: NZD-USD dürfte auf Jahressicht um 0,65 USD notieren, während EUR-NZD die Marke von 1,70 NZD erreichen sollte.

In „Down Under“ dürfte bei der kommenden Sitzung der Reserve Bank of Australia (RBA) im November zwar noch keine Lockerung der Geldpolitik auf der Agenda stehen, dennoch hat die Zentralbank bei ihrer letzten Sitzung Ende September zumindest ihren „Tightening Bias“ fallengelassen. In dem zugehörigen Sitzungsprotokoll hieß es, dass „die Geldpolitik so lange ausreichend restriktiv sein müsse, bis man sicher sei, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung des Zielbereichs (2-3%) bewege“. Daher dürften die Währungshüter die jüngsten Inflationszahlen begrüßt haben: So sank die Headline-Inflationsrate im August deutlich auf 2,7% von zuvor 3,5% (je J/J) und liegt damit erstmals seit August 2021 wieder innerhalb des Zielbandes, allerdings war der deutliche Rückgang erneut vor allem auf die staatlichen Energiepreisrabatte zurückzuführen. Viel entscheidender war jedoch das Nachlassen der Trimmed-Mean Inflation, das von der RBA bevorzugte Inflationsmaß zur Beurteilung des geldpolitischen Restriktionsgrads, die auf 3,4% von zuvor 3,8% (je J/J) sank. Sollte sich der Abwärtstrend der Kernteuerungsrate weiter fortsetzen, würden die Projektionen der RBA deutlich unterschritten werden. Neben den erfreu-

Weitere 50-Bp-Zinssenkung voraus; danach Drosselung des Zinssenkungstempes

Rückläufige Kerninflation und schwache Konsumdaten schüren Hoffnung auf erste RBA-Zinssenkung im Dezember

lichen Nachrichten an der Inflationsfront deuten aber auch die Juli- und August-Daten der monatlichen Haushaltsausgaben (der monatliche Indikator deckt ca. zwei Drittel des privaten Konsums des Ausgabenansatzes des BIPs ab) auf eine nachlassende konjunkturelle Dynamik hin, was wiederum für eine baldige Einleitung des Zinssenkungszyklus sprechen würde: So blieben die Ausgaben im August unverändert, während die Juli-Zahlen auf -0,5% von zuvor +0,8% (je M/M) drastisch nach unten revidiert wurden, womit die in dem letzten Sitzungsprotokoll diskutierten Abwärtsrisiken für die australische Wirtschaft retrospektiv nicht unbegründet gewesen waren. Trotz der Tatsache, dass Geldmarktteilnehmer eine Zinssenkung im Dezember nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp einem Drittel einpreisen, halten wir angesichts unserer Erwartung einer weiter rückläufigen Kerninflation sowie der Unsicherheiten hinsichtlich des kurzfristigen Wirtschaftsausblicks an unserer Prognose einer ersten geldpolitischen Lockerung zu diesem Termin fest.

Der australische Dollar dürfte bis zum Jahresende gegenüber dem US-Dollar überwiegend seitwärts tendieren, allerdings bestehen aufgrund des wohl bevorstehenden Beginns des Zinssenkungszyklus sowie der Unsicherheiten hinsichtlich der US-Wahlen und der konjunkturellen Entwicklung in China kurzfristig Abwärtsrisiken. Im kommenden Jahr dürfte der „Aussie“ gegenüber dem US-Dollar von besseren Wachstumsaussichten der australischen im Vergleich zur US-Wirtschaft profitieren und leicht höher notieren (0,70 USD).

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

AUD dürfte auf 12M-Sicht von relativ stärkeren Wachstumsaussichten in Australien im Vergleich zur den USA profitieren

Kanada: Kurzfristig ist es kompliziert

Lange Zeit ist in Kanada auf der politischen Ebene nichts besonders Interessantes passiert. Die letzten Wochen waren jedoch deutlich spannender, was den kanadischen Dollar aber nicht unbedingt gestützt hat. Die Neue Demokratische Partei (NDP) kündigte das Abkommen zur Unterstützung der liberalen Minderheitsregierung von Premierminister Trudeau Anfang des vergangenen Monats auf, was ein Misstrauensvotum der konservativen Opposition kurz nach Beginn der neuen Sitzungsperiode Mitte September ermöglichte. Es erfolgte auch prompt, scheiterte aber, weil die Konservativen andere Parteien wie die NDP oder den Bloc Quebecois nicht von einer Abwahl der Regierung überzeugen konnten. Die Minderheitsregierung blieb also im Amt – bis zum nächsten Versuch, sie zu stürzen. Es ist durchaus möglich, dass die Regierung ein Misstrauensvotum im weiteren Jahresverlauf nicht übersteht. In diesem Falle käme es zu vorgezogenen Parlamentswahlen. Die politische Unsicherheit belastet den kanadischen Dollar. Bei Neuwahlen dürften die Konservativen eine Mehrheit bekommen, was günstig für die Wirtschaft und den Wechselkurs sein könnte.

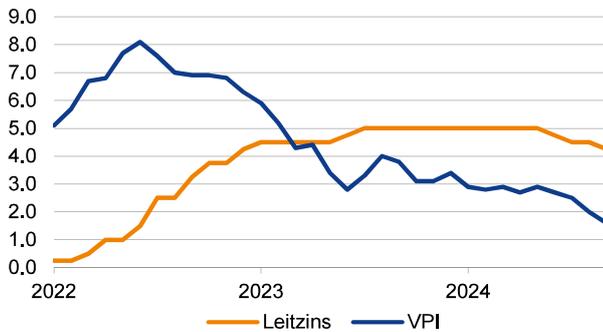
In der kanadischen Politik tut sich wieder etwas – was den CAD leicht belastet

Ungeachtet der politischen Turbulenzen läuft die Wirtschaft rund. Die jüngsten Wirtschaftsdaten waren ganz im Sinne der Notenbank: Die Gesamtinflation liegt knapp unter der Mitte des Zielkorridors von 1-3%, und der getrimmte Mittelwert der Inflation, der im vergangenen Jahr noch recht hartnäckig war, hat mit 2,4% den niedrigsten Stand seit dem Frühjahr 2021 erreicht. Am Arbeitsmarkt – dem zweiten Sorgenkind der Bank of Canada (BoC) – hat sich die Lage so entwickelt, wie von der Zentralbank erhofft. Die Arbeitslosenzahlen sind moderat angestiegen, die Zahl der freien Stellen ist merklich gesunken, und das Lohnwachstum hat sich von knapp 6% (J/J) auf ein akzeptableres Niveau von 4,5% verlangsamt. Für die BoC wäre wohl ein

Wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere Inflationsverlangsamung, ermöglicht der BoC geldpolitische Lockerungen

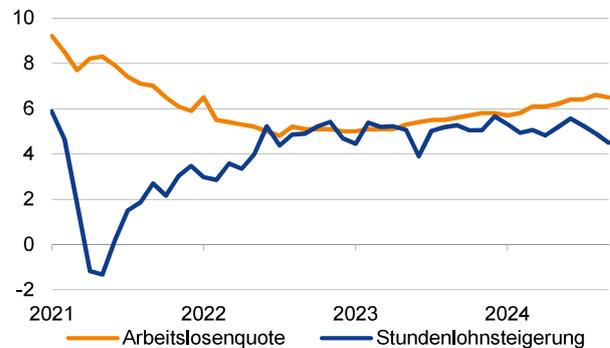
noch schwächeres Lohnwachstum wünschenswert, um den Inflationsdruck zu begrenzen.

RÜCKKEHR DER INFLATION IN DEN ZIELKORRIDOR VON 1-3% (J/J); WEITERE ZINSENKUNGEN DER BOC ZU ERWARTEN
IN %; INFLATION IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

STEIGENDE ARBEITSLOSENZAHLEN UND LANGSAMERES LOHNWACHSTUM SPRECHEN EBENFALLS FÜR LOCKERERE GELDPOLITIK IN %, WACHSTUM DER STUNDENLÖHNE IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Die Inflation ist unter Kontrolle und der Arbeitsmarkt kühlt sich ab. Daher ist die Bank of Canada durchaus zu geldpolitischen Lockerungen bereit, um die Konjunktur zum Jahresbeginn 2025 anzukurbeln. Mit weiteren Zinssenkungen bei den BoC-Sitzungen im Oktober und Dezember des laufenden Jahres wird fest gerechnet. Der Geldmarkt rechnet mit einem Zinsschritt von 50 Bp im Dezember. Unseres Erachtens dürften die Konjunkturdaten zu jenem Zeitpunkt allerdings nicht für einen Schritt von mehr als 25 Bp sprechen.

Weitere Zinssenkungen in diesem (und im nächsten) Jahr

Am Devisenmarkt sind die Zinsdifferenzen und die Erwartungen in Bezug auf die Geldpolitik weiterhin die wichtigsten Faktoren. Mittelfristig sollte der kanadische Dollar daher etwas Boden gegenüber dem Euro und dem US-Dollar gut machen können. Kurzfristige Wechselkursprognosen für USD-CAD sind jedoch wegen der Wahlen in den USA und des Risikos, dass die Wahlen in Kanada vorgezogen werden könnten, sehr schwierig.

Politische Risiken dämpfen den Wechselkursausblick auf kurze Sicht

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

Skandinavien: Riksbank senkt Leitzins zügig – Norges Bank wartet noch ab

Der für die schwedische Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) ist auf Jahresbasis von 1,2% im August auf 1,1% im September gesunken und bleibt damit den vierten 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 2,0% 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 zinssensitiven 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.

Inflation seit vier Monaten unter dem Zielwert von 2%

Die Wirtschaftstätigkeit sollte sich erholen

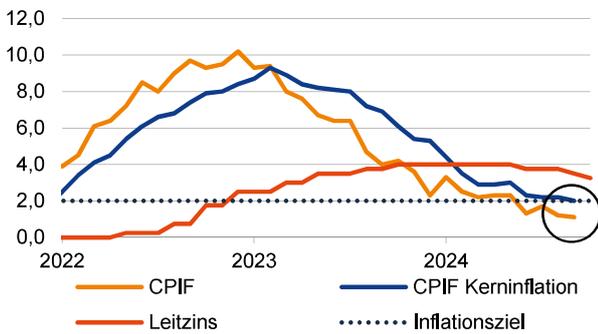
Da die jüngsten Preisdaten zeigen, dass die Inflation weitgehend unter Kontrolle ist, bleiben die Rahmenbedingungen für die Riksbank, das geldpolitische Bremspedal weiter zu lockern, intakt. Zumal sich auch der Arbeitsmarkt allmählich weiter abschwächt. Die Riksbank hat im Mai den Leitzinssenkungszyklus eingeleitet und bislang ihren Leitzins um 75 Basispunkte auf 3,25% gesenkt. Wir erwarten bis zum Jahresende noch zwei weitere Zinsschritte und auf Sicht von zwölf Monaten eine Policy Rate von 2,25%.

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

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 18 bis 37 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen. Da wir nach dem Null-Wachstum im zurückliegenden Jahr von einer nur sehr schwachen Wachstumsdynamik im laufenden Jahr ausgehen, besteht 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 Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,30 SEK.

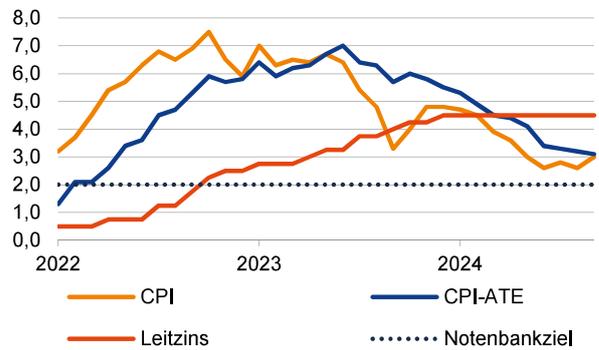
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,30 SEK erwartet

SCHWEDEN: INFLATIONSZIEL ERREICHT
IN PROZENT



Quelle: LSEG, DZ BANK

NORWEGEN: INFLATIONSZIEL IN SICHTWEITE
IN PROZENT



Quelle: LSEG, DZ BANK

Es war keine Überraschung, dass der Verbraucherpreisindex Norwegens im September auf Jahresbasis von 2,6% im August auf 3,0% angestiegen ist. Der Anstieg ist darauf zurückzuführen, dass der preisdämpfende Effekt bei Energie im September (-7,5% J/J) deutlich geringer ausfiel als im Vormonat (-17,8% J/J). Die Norges Bank war von 3,1% ausgegangen, der Marktkonsens lag bei 3,2%. Bedeutender für den geldpolitischen Ausblick war der Rückgang der CPI-ATE-Inflation, die Energie- und Steueränderungen ausschließt und von der Zentralbank als bevorzugtes Maß für die Kerninflation verwendet wird. Dieses Inflationsmaß sank von 3,2% (J/J) im August auf 3,1% (J/J) im September. Es lag damit erneut unter der Prognose der Norges Bank von 3,3%. Der Rückgang der Kernrate war auf die Güterpreise zurückzuführen, die sich von 2,8% im August auf 2,3% im Jahresvergleich abschwächten. Zudem gab auch der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln nach, dagegen verteuerten sich Dienstleistungen etwas stärker.

Der straffe geldpolitische Kurs der Norges Bank bremst das Wachstum

Kerninflation erneut unter den Prognosen der Norges Bank

Nichtsdestotrotz setzen die Inflationsdaten für September eine lange Serie fort, in der die Kernpreise langsamer steigen als von der Norges Bank erwartet. Da sich die Stimmung in anderen Zentralbanken in Richtung früherer und schnellerer Zinssenkungen gewandelt hat, verdichten sich die Argumente für die Norges Bank, im Dezember mit der Senkung ihres Leitzinses zu beginnen. Die Krone dürfte, durch die sich abzeichnende Leitzinswende kaum unter Druck kommen, da die Norges Bank den Markt auf diesen Schritt gut vorbereitet hat. Zudem wird Norwegens Währung durch attraktive Renditeaufschläge – im Durchschnitt 149 Basispunkte auf Bundesanleihen – und wieder ansteigend erwarteten Rohölpreisen gestützt. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,50 NOK.

**Leitzinswende zeichnet sich ab –
Krone dennoch gut unterstützt**

**EUR-NOK-Notierungen auf Jahres-
frist bei 11,50 NOK erwartet**

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Ungarns Geld- und Wirtschaftspolitik besonders im Fokus

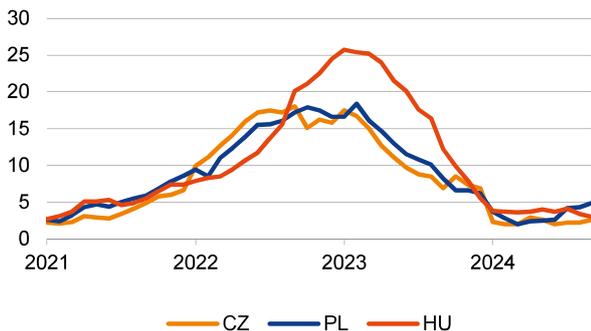
Der spürbar zugenommene Gegenwind für Euro-Dollar infolge der sich deutlich zurückgebildeten US-Leitzinssenkungserwartungen ging zusammen mit den an Gewicht gewonnenen geopolitischen Risiken nicht spurlos an den risikosensitiven CE3-Währungen vorüber. Vielmehr hatten sie in diesem Umfeld allesamt gegenüber dem Euro das Nachsehen. Den mit Abstand schwersten Stand hatte (und hat) hierbei allerdings der ungarische Forint.

Neben konjunkturellen und fiskalischen Sorgen dürfte es vor allem die Frage nach der weiteren geldpolitischen Marschrichtung der ungarischen Notenbank (MNB) sein, die dem Forint verstärkt Unmut bereitet, geriet er doch bereits nach der letzten Leitzinssenkung seiner Währungshüter verstärkt unter Abgabedruck. Dass die ungarische Inflation zudem im September etwas stärker als marktseitig erwartet auf 3,0% (J/J), dem Zielwert der MNB, zurückgegangen ist, verstärkte zum Leidwesen des Forint die allgemeinen Erwartungen weiterer geldpolitischer Lockerungsschritte. Kurz nach der Bekanntgabe dieser Zahlen meldete sich MNB-Vize Virag zu Wort und ließ wissen, dass es wahrscheinlich sei, dass die Notenbank eine Pause in ihrem Leitzinssenkungszyklus einlegen werde. Wenngleich er dem Forint mit seinen Worten nicht zu Kursgewinnen verhelfen konnte, so ist es Virag mit dieser Verbalintervention dennoch gelungen, dem Abwärtssog der dortigen Landeswährung Einhalt zu gebieten. Damit sind nun jedoch alle Augen auf die nächste MNB-Sitzung, die am Dienstag, den 22. Oktober auf der Agenda steht, gerichtet. Alles andere als ein unverändertes Leitzinsniveau (6,50%) sowie eine „hawkische“ Tonspur dürfte marktseitig als Enttäuschung gewertet werden und den Forint gegenüber dem Euro weiter abwerten lassen.

CE3-Währungen: Der Gegenwind hat zugenommen

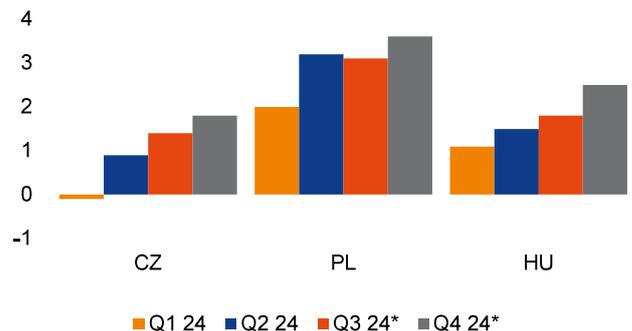
Markt hat die ungarische Zentralbank dieses Mal genau im Blick

CE3-WÄHRUNGEN HABEN GELDPOLITISCHE GANGART IHRER NOTENBANKEN IM BLICK; INFLATIONSZAHLEN VERDIENEN BEACHTUNG
NATIONALE INFLATIONSWERTE (GESAMTRATEN) IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FRAGILES EWU-UMFELD LASTET AUF KONJUNKTURERHOLUNG IN DEN CE3-STAATEN
NATIONALE BIP-ZAHLEN, QUARTALSWERTE, IN %, J/J; * MARKTERWARTUNGEN GEMÄß BLOOMBERGUMFRAGE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Darüber hinaus verdienen in den kommenden Wochen in allen CE3-Staaten die Veröffentlichungen der vorläufigen Wachstumszahlen für das dritte Quartal Aufmerksamkeit. Die entsprechenden Daten werden Ende Oktober für Ungarn und Tschechien und Mitte November für Polen bekanntgegeben. Diese Zahlen dürften deutlich machen, dass sich die im ersten Halbjahr in Osteuropa zu beobachtende Konjunkturerholung moderat fortsetzen bzw. stabilisieren wird. Allerdings sollte diese angesichts des fragilen wirtschaftlichen Umfelds der Eurozone (insbes. Deutschlands)

Veröffentlichung nationaler BIP-Zahlen für Q3 von Interesse

gedämpfter verlaufen, als noch zu Beginn des Jahres erwartet. Wenngleich sich die dortige Inlandsnachfrage angesichts der immer noch robusten Arbeitsmärkte und der entsprechenden Lohnerhöhungen als BIP-stützend erweisen dürfte, sollten die Exporte angesichts der fragilen Konjunktorentwicklung in der EWU eher bremsen.

Ein besonderes Augenmerk gilt unter konjunkturellen Aspekten einmal mehr Ungarn. So erklärte doch der dortige Ministerpräsident Orban jüngst, dass seine Regierung Maßnahmen zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums bei gleichzeitigem Abbau des Haushaltsdefizits und der Staatsverschuldung plane. Diese Maßnahmen, die in den kommenden Wochen vorgestellt werden sollen, zielen darauf ab, das Wirtschaftswachstum bis Ende 2024 bei ein bis zwei Prozent zu halten, wobei ab Anfang 2025 eine spürbare konjunkturelle Erholung erwartet wird. Der Plan umfasst Initiativen zur Ausweitung von erschwinglichem Wohnraum und zur Erhöhung der Löhne, was nach Angaben der Regierung zu einem Aufschwung im Wohnungsbau beitragen sollte.

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

Ungarns Ministerpräsident Orban kündigt Maßnahmen zur Ankurbelung des Wachstums an

Türkei & Südafrika: Geldpolitische Gangarten divergieren

In der Türkei hat der Preisdruck im vergangenen Monat zwar weiter nachgelassen, allerdings nicht so stark wie erwartet. Konkret ist die dortige Teuerung zuletzt auf 49,4% (J/J) in der Gesamt- und 49,1% (J/J) in der Kernrate gestiegen. Marktseitig wurde mit einem geringeren Anstieg (48,3% Gesamt- bzw. 47,95% Kernrate, jeweils J/J) gerechnet. Auch die türkische Notenbank (TCMB) hat nach Angaben ihres Vorsitzenden Karahan niedrigere Werte erwartet. Daher ist es nur konsequent, dass die dortigen Währungshüter bei ihrer gestrigen Sitzung den Leitzins ungeachtet der konjunkturellen Eintrübung einmal mehr unverändert bei 50% belassen haben. Letztendlich schlug die Notenbank auch wieder einen etwas hawkisheren Ton an und hob hierbei u.a. die Unsicherheit hervor, die mit dem Tempo des weiteren Inflationsrückgangs verbunden ist. Anders als von so manchem Marktteilnehmer erwartet, suchte man Hinweise, wann eine erste Leitzinssenkung erfolgen könnte, vergeblich. Wir bekräftigen daher unsere Einschätzung, wonach die TCMB erst im kommenden Jahr damit beginnen sollte, die Leitzinsen zu senken.

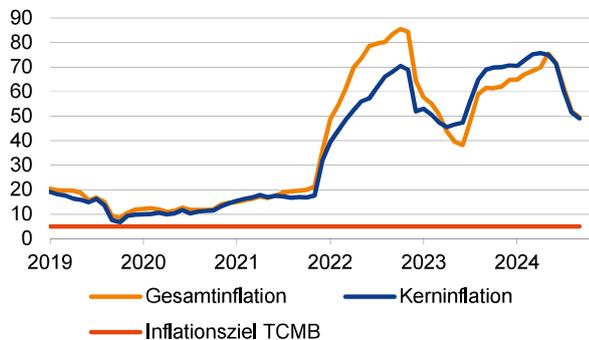
TCMB: Hinweise auf erste Leitzinssenkung Fehlanzeige

Dass die Inflationsentwicklung nach wie vor Grund zur Sorge ist, machte jüngst auch der Internationale Währungsfonds deutlich. So mahnte dieser an, dass es größerer Bemühungen bedarf, um die Inflation zu bekämpfen. Alles in allem dürfte damit auch in den kommenden Wochen weiterhin die Preisentwicklung des Landes im Fokus des Marktes stehen. Aufmerksamkeit verdienen hierbei zum einen die Inflationszahlen für Oktober, die am 4. November veröffentlicht werden. Zum anderen sollte der revidierte Inflationsbericht der TCMB im Blick behalten werden, der am 8. November vorgestellt wird. Interessant wird hierbei sein, ob die Notenbank an ihrer Erwartung einer bis Jahresende wieder auf 38% (J/J) gefallen Inflation festhalten wird. Gewisse Zweifel hieran erscheinen durchaus berechtigt.

CPI-Zahlen für Oktober und revidierter Inflationsbericht der TCMB im Fokus

TÜRKEI: DISINFLATIONSPROZESS IST ZULETZT LANGSAMER ALS ERWARTET VORANGESCHRITTEN

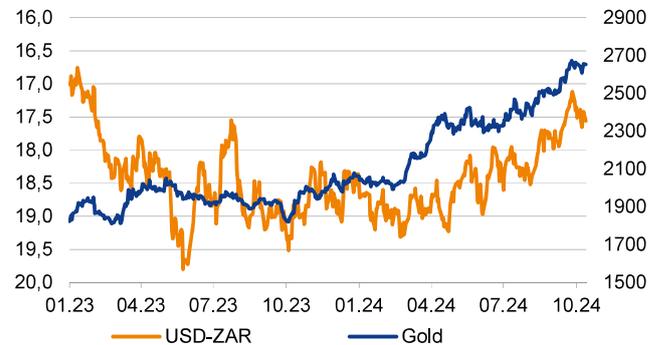
ALLE WERTE IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

GOLD HALF DEM RAND

LS: USD-ZAR INVERS; RS: GOLDPREIS IN USD JE UNZE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Aus Südafrika und damit für den Rand kommen derzeit einige positive Nachrichten. Für die Bevölkerung am wichtigsten ist dabei, dass die Stromversorgung seit März ohne die zuvor üblichen täglichen Abschaltungen gesichert ist. Damit ist auch für die Gesamtwirtschaft die Basis für eine langsame Erholung gelegt. Die positiven Nachrichten nutzt der staatliche Stromversorger Eskom nun allerdings um bei der Aufsichtsbehörde eine Anhebung der Stromtarife um 36% zu beantragen, die höchste Forderung seit 2008. Das Unternehmen begründet dies damit, dass die Finanzlage angeschlagen sei und ansonsten wieder der Bedarf direkter staatlicher Hilfen entstehen könne. Die Finanzlage wird auch dadurch belastet, dass viele kommunale Stromverteiler ihre Rechnungen nicht begleichen. Erfahrungsgemäß wird der genehmigte Preisanstieg erheblich geringer ausfallen als beantragt, aber auch die South African Reserve Bank (SARB) sieht die Gefahr eines deutlichen Preisschubs beim Strom und hat in ihrem neuen Halbjahresbericht zur Geldpolitik ein entsprechendes Risikoszenario vorgestellt. Auch schon in den letzten Jahren lag der Preisanstieg bei Strom bei durchschnittlich 12% und war damit ein Treiber für den Preisauftrieb insgesamt. Im August war die Inflationsrate mit 4,4% (J/J) endlich wieder unter die Zielmarke von 4,5% gerutscht und ermöglichte eine erste Zinssenkung. Für die kommenden Monate erwartet die Notenbank eine weiter nachlassende Jahresrate, sodass einer zweiten Zinssenkung bei der letzten Notenbanksitzung des Jahres im November wenig entgegensteht. Auch im kommenden Jahr sind Zinsschritte nach unten zu erwarten, selbst wenn die Preiszahlen dann wieder etwas höher ausfallen sollten.

SARB hat Zinssenkungszyklus begonnen

Eine wichtige Unterstützung für den Rand war in diesem Jahr aber vor allem der kräftige Anstieg des Goldpreises. Ob es weiterhin mit einer solchen Dynamik aufwärts gehen kann, ist aber fraglich. Zudem hat Gold für das Land nicht mehr eine so große Bedeutung wie noch vor einigen Jahrzehnten. Andere Rohstoffe wie die Metalle aus der Platingruppe, Kohle und Eisenerz haben eine vergleichbare Bedeutung und hier sah die Preisentwicklung deutlich gedämpfter aus. Die Einnahmen des Bergbausektors lagen damit in den ersten acht Monaten des Jahres trotz des Preisschubs beim Gold weitgehend auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Ein Teil der starken Entwicklung des Rand in diesem Jahr dürfte daher eine Übertreibung darstellen.

Gold ist nicht alles für Südafrika und damit eigentlich auch nicht für den Rand

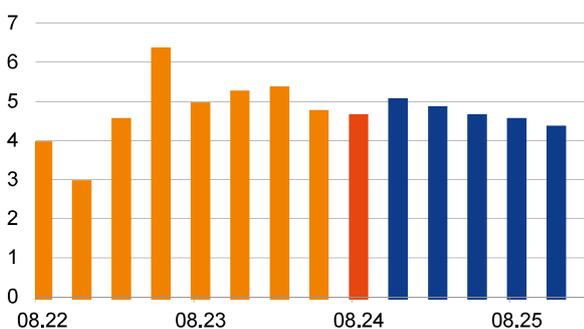
China: Ein großes Konjunkturpaket mit vielen offenen Fragen

Seit einigen Wochen dreht sich in China alles um das große Hilfspaket aus geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen. Was als rauschende Party begonnen und Chinas Finanzmärkte zunächst in lange nicht mehr zu beobachtende Euphorie versetzt hatte, ist inzwischen einer breiten Katerstimmung gewichen. Besonders das Fehlen konkreter Zahlen zu den fiskalpolitischen Maßnahmen wird bemängelt. Gerüchten zufolge soll es um insgesamt 3 Bio. CNY gehen, was 2% der Wirtschaftsleistung entsprechen würde. Davon wäre ein Drittel der Mittel für die Rekapitalisierung der großen Staatsbanken gedacht und ein weiteres Drittel für die finanzielle Stärkung der überschuldeten Lokalregierungen. Die dritte Billion sollte demnach den privaten Haushalten zur Stützung des Konsums zufließen. „Eine Billion für den Konsum“ klingt nach viel, ist es aber angesichts der Schwäche der Binnennachfrage nicht. Ernüchternd ist, dass der Staat letztlich plant, sich mit dem Großteil der geplanten Mittel selbst zu stützen (Staatsbanken, Lokalregierungen). Das mag zwar gut für die Finanzstabilität sein, dürfte aber kaum Wachstumseffekte generieren. Auch die Hilfsmaßnahmen für den Immobilienkauf dürften zwar zu einer Stabilisierung des Sektors beitragen, weniger jedoch eine Kehrtwende bewirken. Die Konsummaßnahmen schließlich dürften höchstens für temporäre Kaufanreize sorgen, nicht jedoch die strukturelle Konsumschwäche des Landes beheben. Über das Winterhalbjahr könnte das Paket vorübergehend für höheres Wachstum sorgen; die Dynamik dürfte aber bald wieder nachlassen. Während das staatliche Wachstumsziel von 5% dank der gut laufenden Exportkonjunktur 2024 wohl knapp erreicht wird, dürfte sich das Wachstum im nächsten Jahr auf 4,5% (J/J) abschwächen. Mehr zu diesem Thema gibt es im DZ Research Podcast: [„Chinas Regierung reagiert – Aber können die neuen Maßnahmen das Ruder wirklich rumreißen?“](#)

Euphorie weicht Katerstimmung

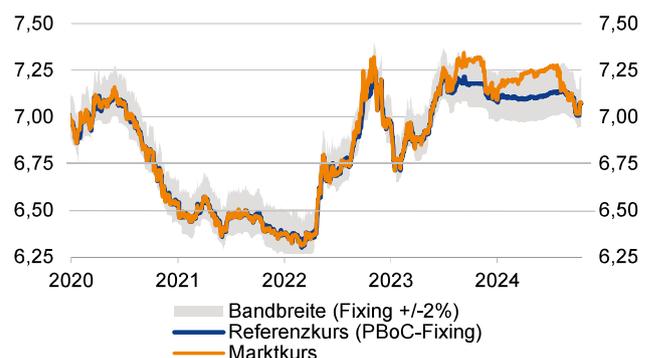
Impulse zu gering, um strukturelle Konsumschwäche zu beheben

CHINAS WIRTSCHAFT WÄCHST AUCH IN Q3 EHER VERHALTEN
BIP-WACHSTUM IN % (J/J)



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

PEKING LÄSST DEN YUAN NICHT VON DER LEINE
USD-CNY: MARKTKURS UND REFERENZFIXING DER PBOC



Quelle: LSEG, PBoC, DZ BANK

Es lässt tief blicken, wie wenig Chinas Währung auf diese Entwicklungen reagiert hat. Euphorie und Enttäuschung haben Chinas Börsen auf eine Achterbahnfahrt geschickt, in USD-CNY war es dagegen der veränderte US-Zinsausblick, der die Impulse gesetzt hat. Das zeigt der Blick auf den handelsgewichteten Yuan-Index, aber auch der zeitliche Vergleich von USD-CNY-Bewegung und Bekanntgabe des Hilfspakets. Offenbar setzen Chinas Währungshüter auch weiterhin alles auf Stabilität des Wechselkurses, und Chinas Geschäftsbanken sorgen mit entsprechenden CNY-Transaktionen für das gewünschte Ergebnis. Damit widersteht Peking sowohl der Versuchung, die Kaufkraft der Verbraucher und damit die Binnennachfrage durch eine festere Währung zu unterstützen, als auch der Versuchung, durch eine schwä-

Peking setzt alles auf Wechselkursstabilität

chere Währung die internationale Wettbewerbsposition des Exportsektors zu verbessern. Unsere USD-CNY-Prognose von durchgehend unauffälligen 7,00 CNY (+3M, +6M, +12M) soll keinesfalls signalisieren, dass Chinas Währung nicht vor großen Herausforderungen steht, sondern ist Ausdruck des erklärten, politischen Willens zur Wechselkursstabilität.

Monika Boven, ECONOMIST, +49 (0)69 7447 3634
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Brasilien & Mexiko: Sorgen vor Trump nur in Mexiko

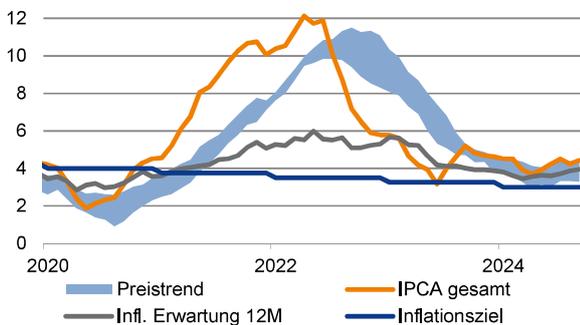
Die Banco Central do Brasil hat ihren Drohungen Taten folgen lassen und ihren Leitzins um 25 Bp auf 10,75% angehoben und zudem weitere Schritte nach oben angedeutet. Derzeit werden am Markt für die noch anstehenden zwei Sitzungen in diesem Jahr sogar Zinserhöhungen um jeweils 50 Bp erwartet. Einen so scharfen Kurs erwarten wir zwar nicht, gleichwohl dürfte der Leitzins weiter nach oben geschleust werden. Hintergrund sind vor allem die sich eintrübenden Inflationserwartungen. Die tatsächlichen Preiszahlen zeigten sich zuletzt bei der Gesamtrate mit einem Anstieg im September auf 4,4% (J/J), nach zuvor 4,2%, zwar auch weniger erfreulich, die von der Notenbank hervorgehobenen Indikatoren für den Preisauftrieb hielten sich aber stabil bei durchschnittlich 3,8% (J/J). Dürrebedingt stiegen vor allem die Preise für Nahrungsmittel und die Stromrechnung (Brasilien baut bei der Stromerzeugung zu einem großen Teil auf Wasserkraft). Vor diesem Hintergrund will die Notenbank mit einer scharfen Wortwahl Zweitrundeneffekte bei den Preisen verhindern. Mit einem hawkishen Tonfall präsentierte sich auch Gabriel Galipolo bei seiner Anhörung vor dem Senat. Anschließend fand er eine breite Zustimmung, um zum Jahreswechsel das Amt des Notenbankgouverneurs zu übernehmen. Mit einem Kurswechsel der Geldpolitik ist damit im kommenden Jahr nicht zu rechnen.

Notenbank in Brasilien hebt Leitzins an

Die breite Zustimmung für Galipolo ist ein kleiner Hinweis darauf, dass nach den Kommunalwahlen die Zusammenarbeit der linken Regierung unter Präsident Lula mit dem von bürgerlichen Kräften dominierten Parlament wieder besser gelingt. Zumindest die erste Runde der Wahlen fielen für Lulas Arbeiterpartei eher enttäuschend aus. Allerdings könnten bei der Stichwahl am 27. Oktober noch einige seiner Kandidaten in wichtigen Städten einen Sieg erringen. Möglicherweise als Reaktion auf das Wahlergebnis kündigte Lula Steuererleichterungen für geringere Einkommen an, die durch steigende Abgaben bei höheren Einkommen ausgeglichen werden sollen. Am brasilianischen Finanzmarkt und beim Real kam diese Ankündigung jedoch nicht gut an, gehört die Fiskalpolitik doch zu den Bereichen, auf die der Real besonders sensitiv reagiert, allerdings offenbar bevorzugt nur auf negative Nachrichten. Die Ratingverbesserung von Moody's von Ba2 auf Ba1 bei einem Beibehalten des positiven Ausblicks verschaffte dem Real nur einen kurzfristigen Schub. Mit einer nachhaltigen weiteren Eintrübung der Haushaltslage, die allerdings ohnehin angespannt ist, rechnen wir aber wie die Ratingagentur nicht, sodass von dieser Seite auch keine dauerhaften Belastungen für die Währung kommen sollten.

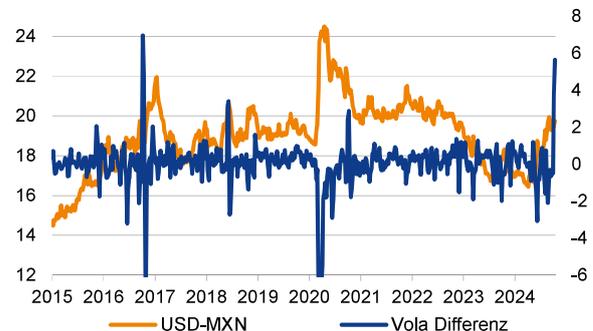
Nach den Wahlen wieder Kompromissbereitschaft

PREISAUFTRIEB IN BRASILIEN ETWAS WEITER VOM ZIEL ENTFERNT J/J IN %; PREISTREND: SPANNE VON 5 INDIKATOREN



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

FÜR DEN PESO DROHEN UNRUHIGE WOCHEN LS: USD-MXN; RS: DIFFERENZ ZWISCHEN IMPLIZITER VOLA VON OPTIONEN MIT 1 MONAT UND 2 WOCHEN RESTLAUFZEIT



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Wahlen in Mexiko liegen schon einige Zeit zurück und Anfang Oktober hat nun auch die neue Präsidentin Claudia Sheinbaum ihr Amt übernommen. Sie kann im Abgeordnetenhaus auf eine verfassungsändernde Mehrheit bauen. Diese wird im Senat zwar um eine Stimme verfehlt, die bei einigen Reformen aber bereits gewonnen werden konnte. Sheinbaum betonte, grundsätzlich an der Politik ihres populären Vorgängers Lopez Obrador festhalten zu wollen. Mit den jüngsten von Obrador angestoßenen Reformen werden vor allem einige bisher mehr oder weniger unabhängige Kontrollinstanzen an die kurze Leine genommen. Des Weiteren sollen staatliche Unternehmen (CFE, Pemex), die vor allem den Energiesektor dominieren, gestärkt werden. Hierbei drohen allerdings Konflikte mit den Regelungen des Freihandelsabkommens mit den USA und Kanada, bei dem 2026 eine reguläre Überprüfung vorgesehen ist. Nicht nur aus diesem Grund haben die anstehenden Wahlen in den USA eine große Bedeutung für das Land. Donald Trump kündigte zuletzt massive Zölle (200%) gegenüber Autoimporten aus Mexiko an. Auch wenn dies zu einem Teil dem Wahlkampfgetöse geschuldet sein mag, dürfte es mit einem Wahlsieg Trumps bei den bilateralen Beziehungen deutlich ungemütlicher werden. Dies sehen auch die Finanzmärkte so. Für die Zeit nach den Wahlen werden beim Peso, sichtbar an den impliziten Volatilitäten, deutliche Bewegungen befürchtet. Die Differenz zwischen der Volatilität von in einem Monat (nach der US-Wahl) fälligen Optionen und in zwei Wochen (vor der Wahl) fälligen Optionen stieg auf den höchsten Stand seit 2016, als Trump erstmals zum US-Präsidenten gewählt wurde.

Nervosität vor den US-Wahlen

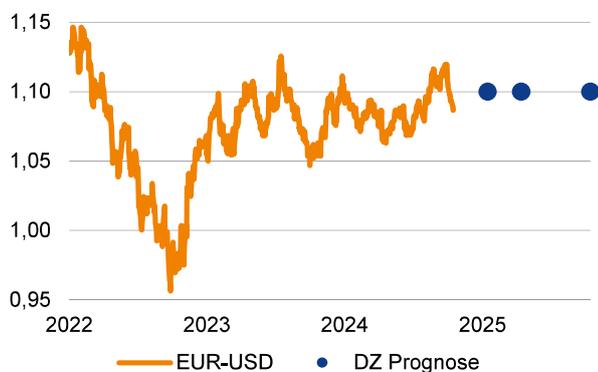
Neben der US-Wahl könnten aber auch von der mexikanischen Geldpolitik Risiken ausgehen. Bei ihrer letzten Sitzung hat die Banco de México erneut ihren Leitzins um 25 Bp gesenkt. Zudem hat Notenbankgouverneurin Rodriguez angedeutet, dass bei künftigen Entscheidungen auch über größere Schritte nachgedacht werden könnte. Derzeit erwarten wir dies allerdings nicht, da das Preisumfeld keinen so dynamischen Lockerungskurs rechtfertigt. Die Inflationsrate gab im September zwar auf 4,6% (J/J) nach, blieb damit aber noch weit oberhalb der Zielmarke von 3,0% (J/J). Entsprechend bestehen auch in der Notenbank Widerstände gegen eine zu deutliche Lockerung. Die nächste Entscheidung steht hier allerdings erst Mitte November an, so dass noch weitere Preiszahlen die Entscheidung in die eine oder andere Richtung kippen könnten.

Banco de Mexico wird Leitzins weiter senken

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

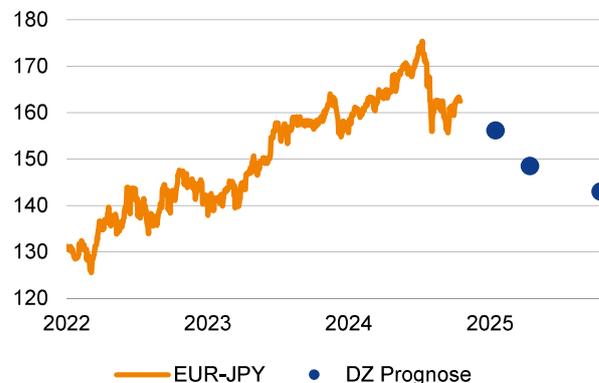
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



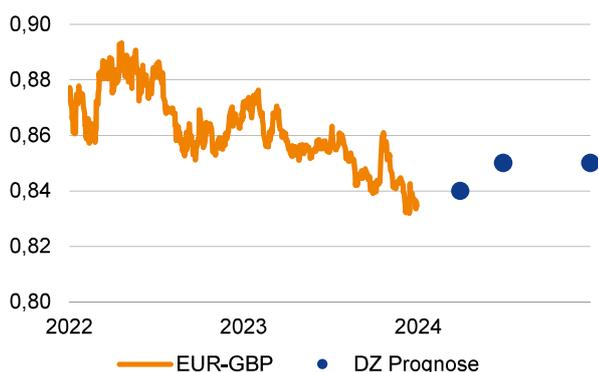
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



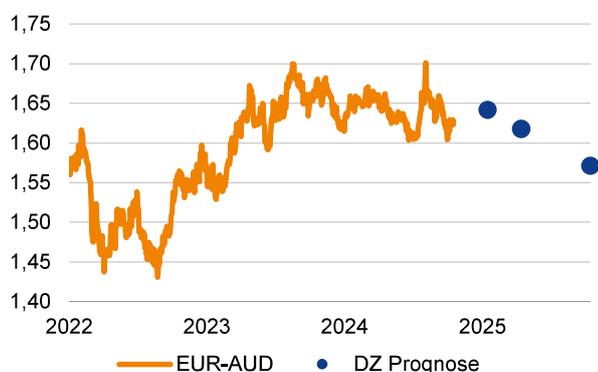
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



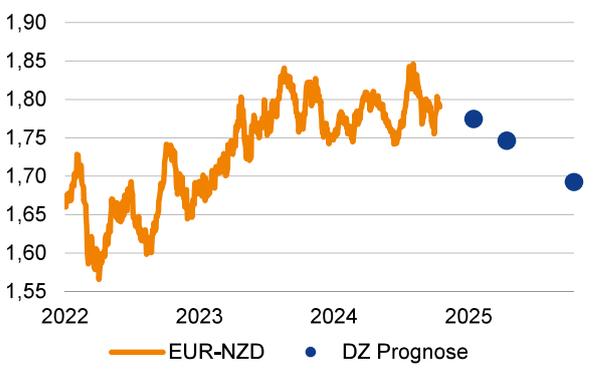
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



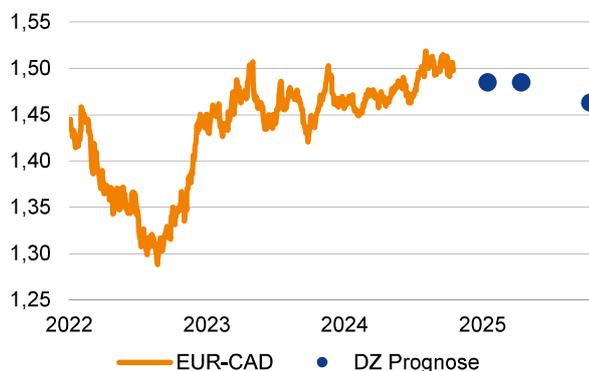
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



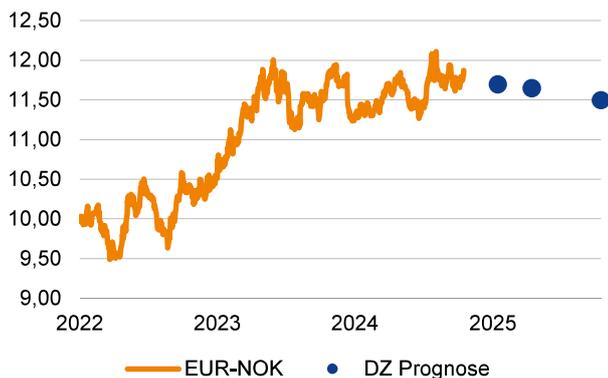
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



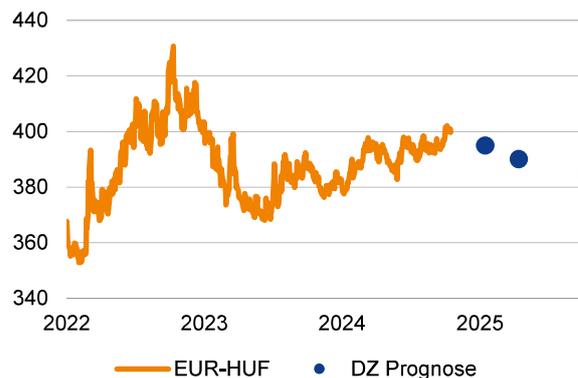
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



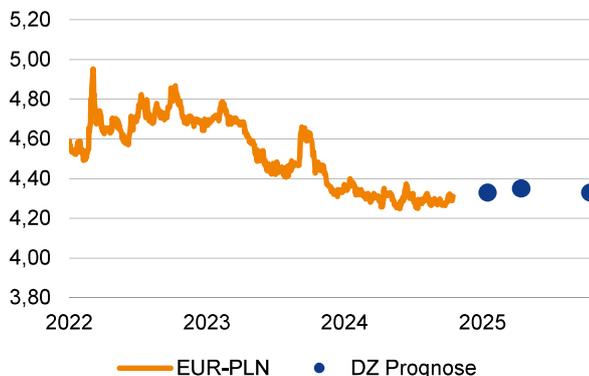
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



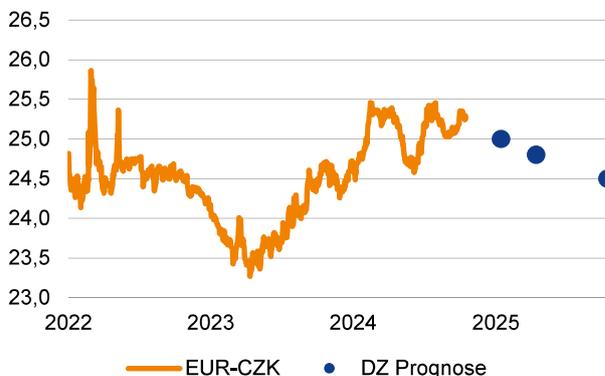
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



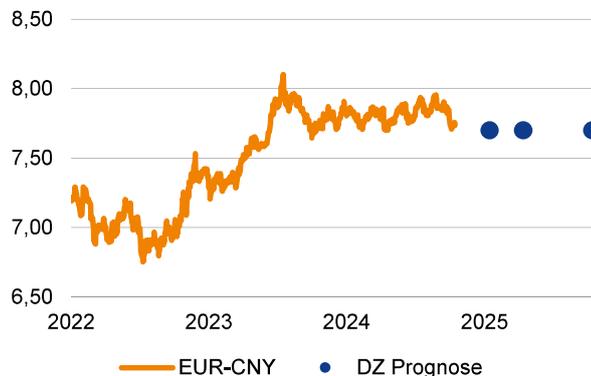
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



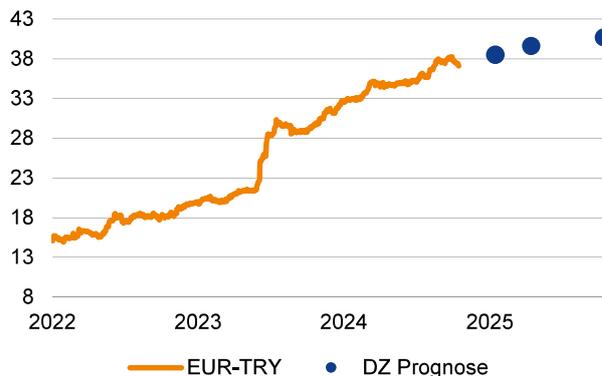
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



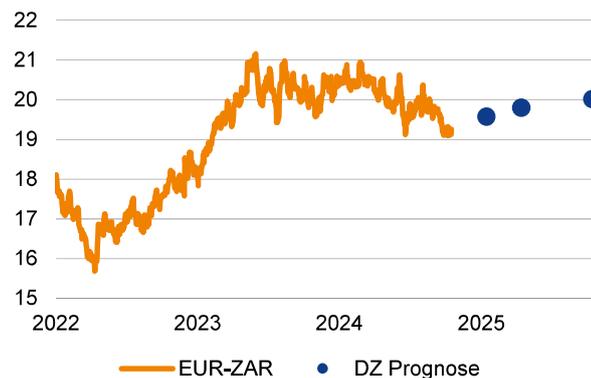
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



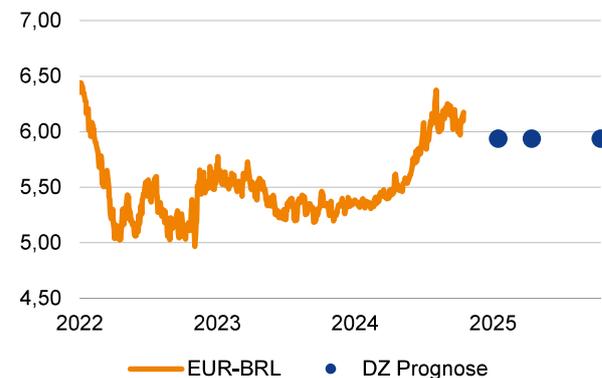
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

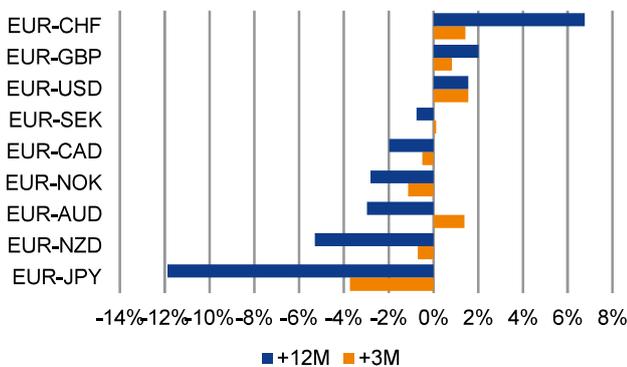
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

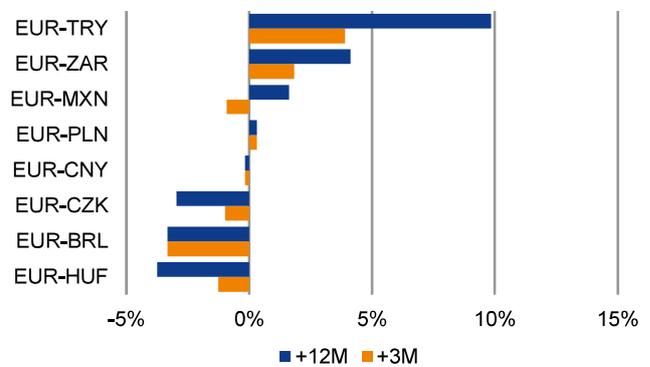
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

FX-PROGNOSE G10-LÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0831	1,10	1,10	1,10
EUR/GBP	0,8332	0,84	0,85	0,85
EUR/JPY	162,26	156	149	143
EUR/CHF	0,9366	0,95	0,98	1,00
EUR/AUD	1,6194	1,64	1,62	1,57
EUR/NZD	1,7868	1,77	1,75	1,69
EUR/CAD	1,4925	1,49	1,49	1,46
EUR/NOK	11,83	11,70	11,65	11,50
EUR/SEK	11,39	11,4	11,4	11,3
EUR/PLN	4,3170	4,33	4,35	4,33
EUR/CZK	25,25	25,0	24,8	24,5
EUR/HUF	400,0	395	390	385
EUR/TRY	37,05	38,5	39,6	40,7
EUR/ZAR	19,23	19,6	19,8	20,0
EUR/CNY	7,7133	7,70	7,70	7,70
EUR/BRL	6,1447	5,94	5,94	5,94
EUR/MXN	21,65	21,5	22,0	22,0

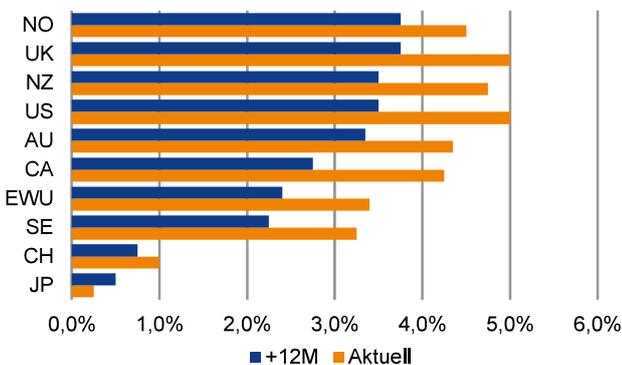
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0831	1,10	1,10	1,10
GBP/USD	1,2999	1,31	1,29	1,29
USD/JPY	149,81	142	135	130
USD/CHF	0,8648	0,86	0,89	0,91
AUD/USD	0,6688	0,67	0,68	0,70
NZD/USD	0,6062	0,62	0,63	0,65
USD/CAD	1,3780	1,35	1,35	1,33
USD/NOK	10,92	10,64	10,59	10,45
USD/SEK	10,51	10,4	10,3	10,3
USD/PLN	3,9858	3,94	3,95	3,94
USD/CZK	23,31	22,7	22,5	22,3
USD/HUF	369,3	359	355	350
USD/TRY	34,21	35,0	36,0	37,0
USD/ZAR	17,75	17,8	18,0	18,2
USD/CNY	7,1215	7,00	7,00	7,00
USD/BRL	5,6733	5,40	5,40	5,40
USD/MXN	19,99	19,5	20,0	20,0

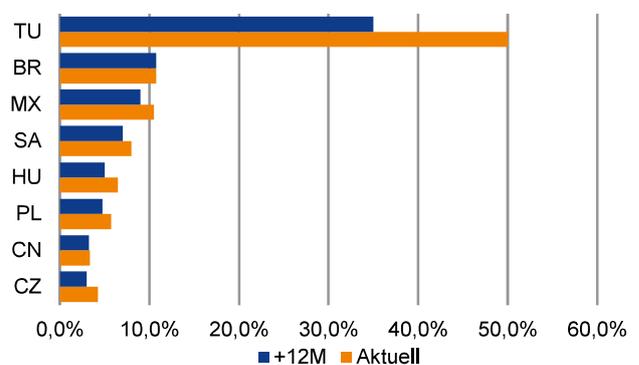
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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	0,6	1,1	0,5	0,6	0,6	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,4	2,1	2,6	2,5	2,2	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-3,1	-2,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	2,1	2,1				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	2,6	1,8	2,9	3,0	2,6	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	2,9	2,3	3,2	3,2	2,6	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-7,7	-7,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-3,6	-3,8				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,7	0,2	1,2	-0,9	-0,7	1,1	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	2,5	2	2,5	2,7	2,8	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,3	-6,5	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	3,6	3,6				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,3	1,1	1,3	0,3	0,7	1,3	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,5	2,2	3,5	2,1	2,1	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,9	-4,9	-3,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-3,3	-2,9				
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	1,1	2,1	1,3	1,0	1,0	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,6	3,5	2,9	3,6	3,8	3,4	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	0,3	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,3	-0,9	-1,8				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	0,6	2,2	0,5	0,0	0,8	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,1	1,9	4,0	3,3	2,6	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,3	-1,5	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-5,5	-3,5				
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	2,5	2,3	2,8	2,7	2,2	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	-1,6	-2,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-0,8	-0,8				
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	1,8	0,5	1,0	2,6	2,8	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,2	2,0	4,4	3,1	3,0	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	16,4	11,4	7,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17,8	16,6	13,9				

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	59,6	26,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-3,8	-2,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,3	-2,0	-2,1
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	1,0	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,9	4,7	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,3	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,6	-1,7	-2,3
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	5,0	4,5
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	4,2	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-7,0	-7,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-2,0	-2,5
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“, 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 gecovered werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt. Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

Dieses Dokument darf im Ausland nur im Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Vertrieb Eigengeschäft	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Digitalisierung / Handel	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	André Bienek
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de