



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Ein wichtiges Wahljahr

In einer ganzen Reihe der von uns beobachteten Währungsräume finden in diesem Jahr Wahlen statt. Dabei dürfte die Wahl zum Europaparlament im Juni für die Finanzmärkte eher weniger relevant sein. Ganz vorn in der weltweiten Bedeutung liegen die Präsidentschaftswahlen in den USA. Dabei deutet sich eine Wiederholung des Duells von 2020 zwischen Präsident Biden und Ex-Präsident Trump an. Die jüngsten Umfragen sehen Trump knapp vorn, wobei sich bis November das Bild noch verschieben kann. Nach der Wahl von Trump zum US-Präsidenten im November 2016 zeigte sich der Dollar zwar zunächst etwas fester, über seine gesamte Amtszeit gab er gegenüber dem Euro aber nach. Stärker zeigte sich der Greenback dagegen bisher in der Biden-Amtszeit, wie auch in den Amtszeiten seiner beiden demokratischen Amtsvorgänger. Aus dieser geringen Fallzahl lässt sich aber kein signifikanter Einfluss der Parteizugehörigkeit eines US-Präsidenten folgern. Aber natürlich werden die Wahlen an den Finanzmärkten aufmerksam verfolgt werden. Die damaligen Kommentare des Präsidentschaftskandidaten Trump waren 2016 für den Mexikanischen Peso eindeutig ein Belastungsfaktor. Am Tag nach der Wahl brach der Peso sogar um 8% gegenüber dem Dollar (Euro: -1%) ein. Eine so scharfe Reaktion auf eine Wahl ist aber ungewöhnlich und wurde dadurch verschärft, dass die Auguren den Wahlsieg Trumps nicht vorhergesehen hatten. Allein aufgrund dieser Erfahrung dürfte der Peso in diesem Jahr auch von den Wahlumfragen in den USA bewegt werden. Die Wahlen in Mexiko selbst (Anfang Juni) dürften dagegen keine so große Bedeutung haben, da sich hier kein knappes Ergebnis abzeichnet.

Knapp könnte es allerdings in Südafrika werden. Seit dem Ende der Apartheid 1994 regiert hier der ANC mit absoluter Mehrheit. Umfragen zeigen jedoch, dass diese bei den spätestens im August anstehenden Wahlen, wahrscheinlicher ist aber ein Termin bereits im Mai, verloren gehen könnte. Damit würde eine Phase der politischen Unsicherheit drohen, die wohl auch den Rand nicht unbeeindruckt lassen würde.

Erfahrungen mit Regierungswechseln hat dagegen das Vereinigte Königreich. Hier muss bis spätestens Januar 2025 eine Unterhauswahl abgehalten werden, Premier Sunak wird die Wahl aber vermutlich für November ansetzen. Angesichts der desaströsen Umfragewerte für die Konservativen dürfte Sunak daraufsetzen, dass sich bis zum Herbst durch niedrigere Inflationsraten und möglicherweise erste Zinssenkungen die Stimmung bei den Wählern aufhellt. Ob dies noch einen Regierungswechsel verhindern kann, erscheint aber fraglich und wäre auch keine Überraschung für die Finanzmärkte, so dass allenfalls mit einer moderaten Reaktion beim Pfund zu rechnen ist.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
26.1.2024 13:46 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
USA und EWU: Kurzfristig von Zinserwartungen bewegt	2
Japan: Geldpolitik spielt auf Zeit – der Yen muss auf Interventionen hoffen	4
Großbritannien: Bank of England vor einem schwierigen Balanceakt	5
Schweiz: SNB-Wende in Zins- und FX-Politik sollte Franken bald belasten	6
Australien & Neuseeland: Realer Leitzins in Australien im positiven Bereich	7
Kanada: Bank of Canada auf solidem Kurs für die kommenden Monate	9
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764	10
Skandinavien: Notenbanken im Wait-and-see-Modus	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: Geldpolitik und innenpolitische Spannungen in Polen im Fokus	12
Türkei & Südafrika: Leichte Währungsverluste zum Jahresauftakt	13
China: Peking spannt ein Rettungsnetz für die Finanzmärkte	15
Brasilien & Mexiko: Fiskalische Herausforderungen	16
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	18
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	20
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	23
I. IMPRESSUM	24

Editor:
Stefan Grothaus, ANALYST

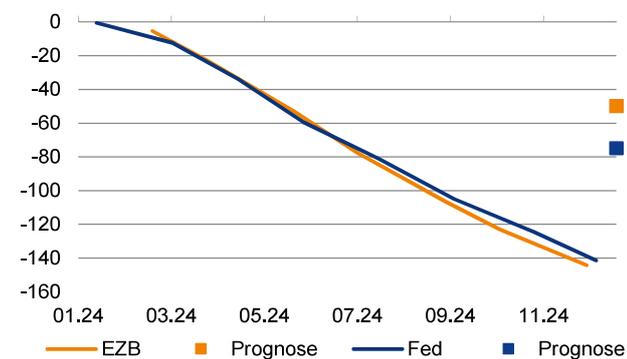
G10 WÄHRUNGEN

USA und EWU: Kurzfristig von Zinserwartungen bewegt

Die Vertreter von EZB und Fed bemühten sich schon seit längerem, die überbordenden Zinssenkungsfantasien an den Finanzmärkten einzudämmen. Nennenswerten Erfolg hatten sie damit allerdings lange nicht. Erst in der letzten Woche vor der üblichen Schweigeperiode im Vorfeld der jeweiligen Notenbanksitzungen waren hier zumindest bescheidende Erfolge zu verzeichnen. EZB-Präsidentin Lagarde nutzte dann allerdings die Pressekonferenz zur Ratssitzung nicht, um die Erwartungen weiter zu dämpfen, ganz im Gegenteil, mit ausweichenden Formulierungen zur Terminierung einer ersten Zinssenkung wurden die Spekulationen wieder befeuert. Ihre Verweise auf Hoffnung machende Indikatoren zu den Konjunkturaussichten wurden dagegen am Markt weitgehend ignoriert. Zumindes die Einkaufsmanagerindizes, insbesondere der für das konjunktursensible Verarbeitende Gewerbe haben sich auch im Euroraum zuletzt verbessert. Bis zu der nächsten Ratssitzung, bei der dann die vermutlich richtungsweisenden neuen Projektionen der EZB vorgestellt werden, dürfte es vor allem die Aufgabe der Falken im Rat sein, die Erwartungen wieder zu bändigen.

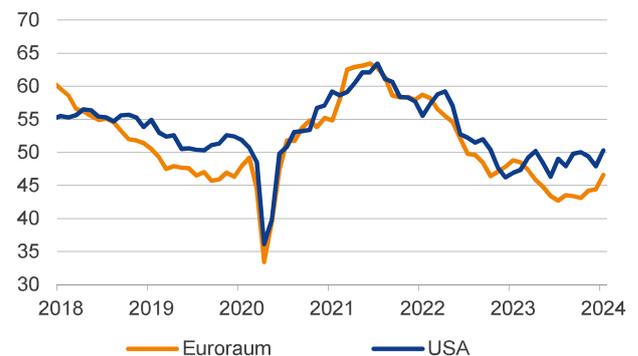
Nur begrenzte Erfolge der Notenbanken bei der Bändigung der Zinserwartungen

ZINSENKUNGSERWARTUNGEN AM MARKT SIND ÜBERTRIEBEN
IN OIS-SÄTZEN EINGEPREISTE ZINSÄNDERUNG IN BP UND DZ BANK
PROGNOSE ZUM JAHRESENDE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ZARTE KONJUNKTURHOFFNUNGEN AUCH IM EURORAUM
EINKAUFSMANAGERINDEX S&P GLOBAL VERARBEITENDES
GEWERBE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die US-Wirtschaft zeigt sich bemerkenswert robust. Dies zeigten zuletzt erneut die BIP-Zahlen, die für das Schlussquartal mit einem annualisierten Wachstum von 3,3% stärker ausfielen als selbst von den größten Optimisten in der Bloomberg-Erhebung vermutet wurde. Zwar ist dies eine Rückwärtsbetrachtung, aber auch der Einkaufsmanagerindex von S&P Global für die Gesamtwirtschaft zeigte im Januar ein positives Bild und verbesserte sich auf 52,3 Punkte, dem höchsten Wert seit Juni letzten Jahres. Die Konjunkturdaten ermöglichen es der Fed sich ganz auf das Thema Inflationsbekämpfung zu konzentrieren, und hier ist trotz der unbestreitbaren Erfolge noch längst nicht alles in trockenen Tüchern. Die Kernrate der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gab zwar im Dezember auf 3,9% (J/J) nach, immerhin die niedrigste Jahresrate seit Mai 2021, die Monatsveränderungen der letzten zwei Monate deuten mit jeweils +0,3% (M/M) aber auf einen noch hartnäckigen Preisaufrieb hin. Nach der Sitzung des Offenmarktausschusses in der kommenden Woche könnte Fed Chairman Powell daher eher dämpfend auf die Zinssenkungserwartungen in den USA einwirken. In den Geldmarktsätzen ist noch immer eine 50:50 Chance für eine Zinssenkung bereits bei der März-Sitzung des FOMC eingepreist. Hier besteht

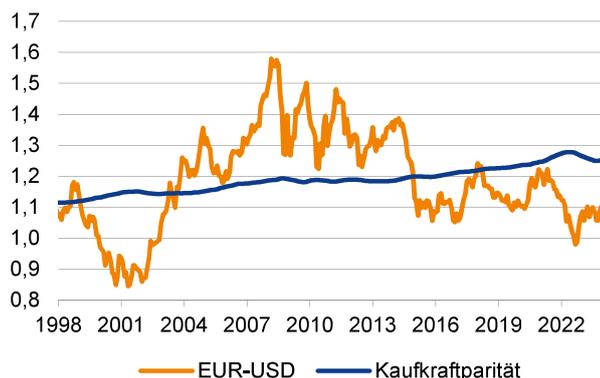
Starke US-Konjunktur aber der Weg bei der Inflationseindämmung noch beschwerlich

noch Korrekturbedarf. Diesen sehen wir aber auch bei den Erwartungen für die EZB, so dass sich die Folgen für EUR-USD zu einem großen Teil ausgleichen sollten.

In den USA bestimmt die Präsidentschaftswahl im November bereits die politischen Schlagzeilen. Dabei deutet sich schon nach den ersten Vorwahlterminen an, dass es zu einer Wiederholung des Zweikampfs zwischen Präsident Biden und Ex-Präsident Trump kommen wird. In den Umfragen liegt Trump derzeit knapp vorn, eine Entscheidung ist aber noch lange nicht gefallen. Ein Blick auf die letzten Jahrzehnte deutet an, dass ein Präsident der Demokraten eher positiv für den Dollar sein könnte. Sowohl Bill Clinton als auch Barack Obama beendeten ihre Amtszeit mit einem stärkeren Dollar, und auch unter Joe Biden zeigt sich die Währung fester als Anfang 2021. Als statistisch signifikant lässt sich dieser Befund allerdings nicht bezeichnen, und auch für die Aussicht bei EUR-USD in den kommenden Monaten gibt dies nur wenig her, für sehr langfristige Betrachtungen sollte dies aber im Hinterkopf behalten werden, auch wenn es durch weitere Faktoren unterfüttert werden muss.

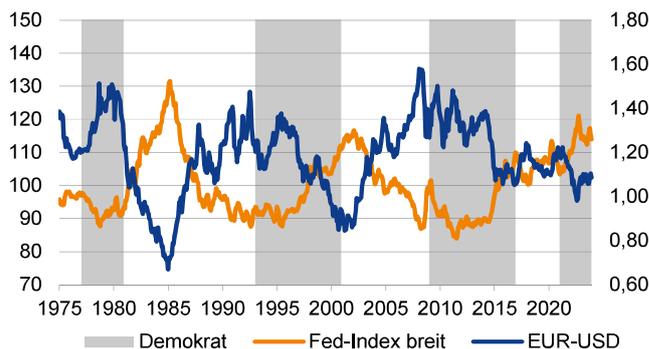
US-Präsidentschaftswahl wird auch an den Finanzmärkten aufmerksam verfolgt

BEWERTUNGSABSCHLÄGE FÜR DEN EURO
USD JE EUR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

HINWEISE, DASS DEMOKRATISCHE PRÄSIDENTEN POSITIV FÜR DEN DOLLAR SIND
SCHATTIERT: PRÄSIDENT DER DEMOKRATEN; LS: REALER DOLLAR-AUSSENWERT; RS: EUR-USD MIT ECU ZURÜCKGERECHNET



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Eine der langfristigen Orientierungsmarken für den Wechselkurs ist die Kaufkraftparität, auf die zumindest einmal im Jahr geschaut werden sollte. Trotz des Anstiegs im vergangenen Jahr bewegt sich EUR-USD sich noch immer ein gutes Stück unter der Kaufkraftparität, die im Bereich von 1,25 USD liegt. Angesichts der schwierigen Konjunkturlage im Euroraum erscheint aber ein deutlicher Abschlag auch angemessen, so dass wir auch in diesem Jahr nur von moderaten Aufwärtsschancen für den Euro ausgehen.

Kaufkraftparität weiterhin ein Unterstützungsfaktor für den Euro

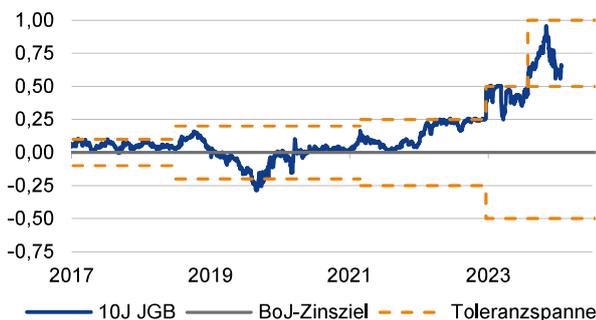
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Japan: Geldpolitik spielt auf Zeit – der Yen muss auf Interventionen hoffen

Kaum ein Kapitel in dieser Publikation kommt ohne Hinweis auf geldpolitische Trendwenden in den jeweiligen Währungsräumen aus. Da wollen wir auch für Japan keine Ausnahme machen, nur mit umgekehrten Vorzeichen. Während sich beim Rest der Welt alles um den Zeitpunkt der ersten Lockerung (G10) oder die Dauer des bereits gestarteten Zinssenkungszyklus (EM) dreht, geht es in Japan noch immer um das Ende der ultralockeren Liquiditätsversorgung. Notenbankgouverneur Ueda und seine Kollegen lassen keine Zweifel daran, dass sie den aktuellen, expansiven Kurs noch immer für angemessen halten. Und doch gibt es Hinweise - mögen sie auch noch so dezent sein-, dass ein Sinneswandel eingesetzt hat. Bei der jüngsten BoJ-Sitzung sprach Ueda von positiven Entwicklungen beim Lohn-Preis-Zyklus, die vielleicht ein Überdenken des gegenwärtigen Stimulus ermöglichen könnten. („If we get further evidence that a positive wage-inflation cycle will heighten, we will examine the feasibility of continuing with the various steps we are taking under our massive stimulus programme.“) Weder ist dies ein klares Exit-Versprechen noch gibt es Hinweise auf den konkreten Zeitpunkt - und doch sammeln wir diese einzelnen Mosaiksteine dankbar auf, um unsere These einer BoJ-Wende im weiteren Jahresverlauf zu untermauern.

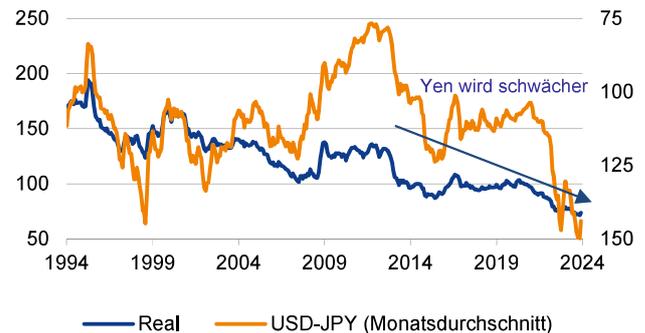
BoJ sieht Fortschritte, gibt aber keinen klaren Hinweis auf Exit

YCC-POLITIK WIRD FLEXIBLER, LOCKERER KURS ABER INTAKT
RENDITE 10J JGB, IN %



Quelle: LSEG, BoJ, DZ BANK

NIE WAR DER YEN SO SCHWACH WIE HEUTE
JPY: HANDELSGEWICHTET, REAL (L.S.) UND VS. USD (R.S.) INVERS



Quelle: LSEG, DZ BANK

Bis es soweit ist, dürfte der Yen einen schweren Stand haben. Was ihm an zinspolitischer Unterstützung verwehrt bleibt, könnte stattdessen vom japanischen Finanzministerium kommen. Die Hürde für Markteingriffe gegen eine übermäßige Yen-Abwertung liegt seit dem Präzedenzfall der Interventionen vom Herbst 2022 deutlich niedriger. Bei einer Annäherung von USD-JPY an die Marke 150 JPY sollten Verbalinterventionen daher fest eingeplant werden. Nicht nur, dass sich das nominale Wechselkursniveau von USD-JPY gefährlichen Niveaus nähert, bei realer, handelsgewichteter Betrachtung ist der Yen sogar so schwach wie noch nie in seiner Geschichte. Es gibt also genug Gründe, warum die Währungsbehörde schon bald erneut aktiv werden könnten ... und sei es nur, um Zeit zu gewinnen, bis der große Impuls von der BoJ und der Leitzinswende in den USA kommt.

Yen effektiv schwächer als bei Interventionen vom Herbst 2022

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

Großbritannien: Bank of England vor einem schwierigen Balanceakt

Im Jahr 2023 bewegte sich die britische Wirtschaft am Rande einer Rezession, und auch zum Jahresbeginn 2024 sieht es nicht gerade rosig aus. Die Bank of England bekämpft die Inflation weiterhin mit einer restriktiven Geldpolitik (zumindest nach den Maßstäben der letzten 15 Jahre). Für 2024 prognostizieren die Ökonomen der DZ BANK ein Wirtschaftswachstum von mageren 0,5% J/J, während die Verbraucherpreis-inflation von 4% im Jahr 2023 auf 2,9% (jeweils J/J) zurückgeht.

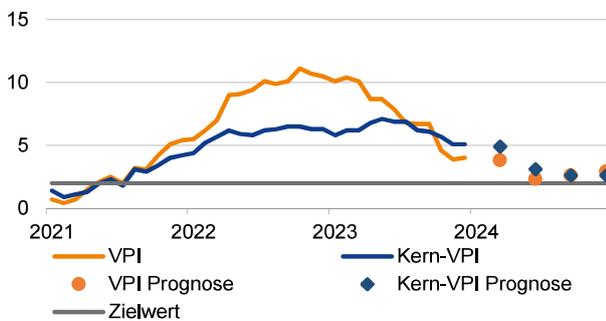
Im Dezember 2023 stieg die jährliche Inflationsrate von 3,9% auf 4,0%, während die Kernrate mit 5,1% (J/J) unverändert blieb und nicht wie erwartet auf 4,9% (J/J) fiel. Da die Inflation sich vorerst als hartnäckig erweist, wird es den Falken im Geldpolitischen Ausschuss leichter fallen, den Leitzins in der ersten Sitzung des Jahres am 1. Februar auf seinem derzeitigen Niveau von 5,25 % zu belassen. In den Folgemonaten dürfte die Inflation allerdings stark sinken. Dies ist vor allem auf Basiseffekte zurückzuführen, da Monate mit erheblichen Anstiegen im Jahr 2023 nicht in die Berechnung der jährlichen Rate eingehen. Angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums und der niedrigeren Inflation dürfen einige über Leitzinssenkungen im Frühjahr nachdenken. Allerdings sollte die Kernrate nicht so stark zurückgehen wie die Gesamtinflation. Auch wenn die Inflationserwartungen von 4,8% im Januar 2023 auf 3,3% im November (auf Jahresbasis) gesunken sind, liegen sie immer noch über dem Durchschnitt des Jahrzehnts vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie. Spekulation über eine Leitzinssenkung bereits in Q1 halten wir für deutlich übertrieben.

Die Wirtschaft kommt nur schleppend voran

Die Inflation hält sich hartnäckig, aber aufgrund von Basiseffekten ist ein starker Rückgang in Q2 wahrscheinlich

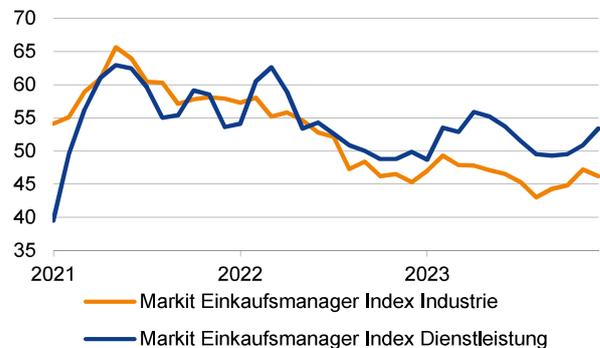
Die BoE kann es sich jedoch nicht leisten, weniger wachsam zu sein

INFLATION SINKT VORERST NUR LANGSAM, ABER BASEEFFEKTE DÜRFTEN IN Q2 ZU DEUTLICHEN RÜCKGÄNGEN FÜHREN
IN % J/



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EINKAUFSMANAGERINDIZES NICHT MEHR GANZ SO NEGATIV WIE NOCH IM SPÄTSOMMER
IN DIFFUSIONSINDEXPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für die geldpolitischen Entscheidungsträger sollte die Aussicht auf eine sinkende Inflation in 2024 zwar eine willkommene Nachricht sein, aber sie dürften sich weiterhin Sorgen über den robusten Arbeitsmarkt und die Lohnsteigerungen machen, die der Inflation seit mehreren Monaten mit über 5% (J/J) vorausgeeilt sind. Die BoE wird nach weiteren Anzeichen dafür Ausschau halten, dass sich die Lohnforderungen abschwächen und dass sich das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt zugunsten des ersteren verschiebt, bevor sie (voraussichtlich im Sommer) den Zinssenkungszyklus einleitet. Die Analyse der Lage auf dem Arbeitsmarkt wird jedoch dadurch erschwert, dass derzeit eine Änderung der statistischen Methodik durchgeführt wird, was bedeutet, dass es momentan keine genaue Messung der Arbeitslosenquote gibt.

Der Arbeitsmarkt bereitet den geldpolitischen Entscheidungsträgern weiter Sorgen

Das Pfund Sterling verzeichnete einen recht ordentlichen Start in das Jahr, indem es gegenüber dem US-Dollar seitwärts zwischen 1,26 und 1,28 USD tendierte und gegenüber dem Euro um etwas mehr als einen Penny auf 0,8560 GBP zulegte. Die Aussichten für den Devisenmarkt dürften in starkem Maße davon abhängen, wie sich die geldpolitischen Erwartungen in der Eurozone, dem Vereinigten Königreich und den USA entwickeln. Da in den nächsten paar Monaten keine signifikanten Änderungen zu erwarten sind, dürfte das Pfund bis ins zweite Quartal des Jahres weitgehend seitwärts tendieren.

Pfund dürfte seitwärts tendieren, sofern sich die Zinsprognosen nicht deutlich ändern

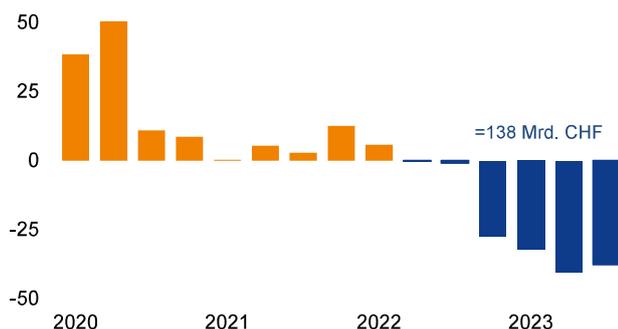
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: SNB-Wende in Zins- und FX-Politik sollte Franken bald belasten

Dass der Markt seine Zinssenkungserwartungen an die EZB zuletzt etwas zurückgeschraubt hat, ist auch EUR-CHF gut bekommen. Nach den Rekordtiefs vom Jahreswechsel um 0,9250 CHF hat sich das Währungspaar langsam, aber stetig wieder bis aktuell 0,9450 CHF erholen können. Die Senkungserwartungen gegenüber der EZB werden derzeit heiß diskutiert, doch die Schweizer Amtskollegen dürften sogar noch früher aktiv werden. Angesichts des massiven Inflationsrückgangs rechnen wir im Sommer mit der ersten Zinssenkung durch die SNB, was früher wäre als das DZ BANK Research derzeit für die EZB unterstellt. Bereits seit Juni 2023 liegt die Inflation in der Schweiz wieder unterhalb der 2%-Marke, die Preisstabilität darf also als wieder gewährleistet betrachtet werden. Dieser Erfolg öffnet der Notenbank die Chance, im neuen Jahr wieder mehr Rücksicht auf die Schweizer Exportindustrie zu nehmen, für die die anhaltende Franken-Stärke zunehmend zur Belastung wird. Solange es galt, die Inflation mit allen Mitteln zu bekämpfen, war für derlei Rücksichtnahme durch die SNB kein Platz. Wir rechnen daher nicht nur mit einer Leitzinswende, sondern auch mit einer währungspolitischen Trendwende, die die SNB bereits bei ihrer Dezember-Sitzung angedeutet hatte. Ganz konkret betrifft dies den Verzicht auf Interventionen zur Stärkung des Franken, die sich inzwischen auf enorme 138 Mrd. CHF summieren. Ohne die SNB-Nachfrage wird dem Devisenmarkt 2024 ein wichtiger Käufer fehlen, was die Alpenwährung moderat belasten sollte.

SNB dürfte Zinswende vor der EZB vollziehen

SNB DÜRFTE 2024 WIEDER AUF INTERVENTIONEN VERZICHTEN
FREMDWÄHRUNGSKÄUFE DER SNB, PRO QUARTAL, IN MRD. CHF



Quelle: SNB, DZ BANK

JAHRELANGER INFLATIONSUNTERSCHIED (SCHWEIZ VS. EUW) HAT FOLGEN FÜR DIE FUNDAMENTAL FAIRE CHF-BEWERTUNG
EUR-CHF: REALISIERTER KURS (MONATSDURCHSCHNITT) UND FAIRER KURS LAUT KAUFKRAFTPARITÄT



Quelle: LSEG, DZ BANK

Unsere Prognose einer Franken-Abwertung bedeutet nicht den Startschuss zu einer dauerhaften Schwächephase. EUR-CHF dürfte oberhalb der Marke von 1,00 CHF sehr schnell die Luft ausgehen. Für die fundamental faire Bewertung, die den übergeordneten Trend prägt, spielt die jahrelange Inflationsdivergenz der Schweiz zum Rest der Welt eine zentrale Rolle. Auf Basis der Kaufkraftparität (jenseits von zyklischen, kurzfristigen Faktoren) ist die faire EUR-CHF-Bewertung inzwischen bis auf 0,97 CHF zurückgegangen; Anfang 2021, also vor der globalen Preiswelle, lag sie noch bei 1,08 CHF. Im neuen Jahr sollte sich die Inflationsdivergenz (Eurozone vs. Schweiz) zwar wieder einengen, doch die Verschiebung der Kaufkraftparität aus den letzten Jahren bleibt erhalten und dürfte auch auf längere Zeit einer massiven Franken-Schwäche entgegenstehen.

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

Inflationsdivergenz ließ fairen EUR-CHF-Kurs sinken

Australien & Neuseeland: Realer Leitzins in Australien im positiven Bereich

Nachdem die Reserve Bank of Australia (RBA) ihren Leitzins im November nochmals erhöht hatte, im Dezember dann zwar pausierte, jedoch eine weitere Straffung in Betracht gezogen hatte, waren die geldpolitischen Aussichten in Australien bis zuletzt ungewiss. Sowohl die Veröffentlichung der jüngsten Inflations- als auch der Arbeitsmarktdaten dürften bei den Währungshütern jedoch für Erleichterung gesorgt haben: die Inflationsrate war im November von zuvor 4,9% auf 4,3% (J/J) und damit leicht stärker als marktseitig erwartet (4,4%) gesunken. Auch Messgrößen für die zugrunde liegende Inflation (Trimmed Mean Inflation sowie Inflation ohne volatile Posten) waren erneut rückläufig. Zudem liegt der reale Leitzins mit dem Rückgang der Inflation auf 4,3% zum ersten Mal seit Juni 2020 wieder im positiven Bereich, die australische Geldpolitik ist dementsprechend zunehmend restriktiver. Im Hinblick auf den Arbeitsmarkt verzeichnete das Statistikbüro zum Jahresende einen unerwartet deutlichen Beschäftigungsabbau von 65.100 Stellen (Konsens: +15.000). Die Arbeitslosenquote verharrte bei lediglich 3,9%, weil die Partizipationsrate gleichzeitig sank. Somit dürfte der Zinserhöhungszyklus der RBA nun endgültig beendet sein. Ob die Notenbank bei der Zinsentscheidung im Februar bereits Zinssenkungen in Aussicht stellt oder ihren „hawkishen“ Tenor beibehält, dürfte vor allem von den Dezember- und Q4-Inflationsdaten abhängen, die Ende Januar veröffentlicht werden.

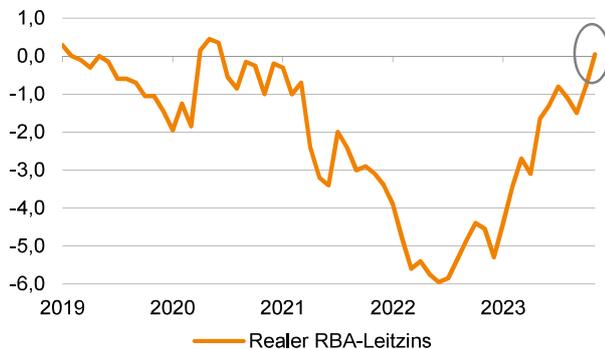
Realer RBA-Leitzins dank rückläufiger Inflation erstmals seit Juni 2020 wieder im positiven Bereich

Deutliche Signale einer Abkühlung des Arbeitsmarktes dürften letzte Zinserhöhungsspekulationen erstickt haben

Durch den RBA-Zinsschritt im November sowie der im Dezember für dieses Jahr angekündigten Fed-Zinswende notierte AUD-USD zum Jahresende bei knapp 0,69 USD. Seit Jahresbeginn gehört der „Aussie“ jedoch zu den Verlierern innerhalb der G10-Peers gegenüber dem Greenback. Das Auspreisen der aggressiven US-Zinssenkungsfantasien als Treiber zu nennen, erscheint hinsichtlich ähnlicher Dynamik in Australien voreilig (auch wenn das Auspreisen der Fed-Zinssenkungserwartungen sicherlich stärker ins Gewicht fällt). Vielmehr sorgten seit gut zwei Wochen wieder sinkende Preise von Rohstoffen, die Australien primär exportiert, wohl für die Abwertung des „Aussies“. Wir rechnen nach wie vor auf kurze Sicht mit einer Seitwärtsbewegung bei AUD-USD, bevor ab Sommer eine von uns unterstellte USD-Schwäche das Währungspaar Richtung 0,70 USD schnupern lassen dürfte.

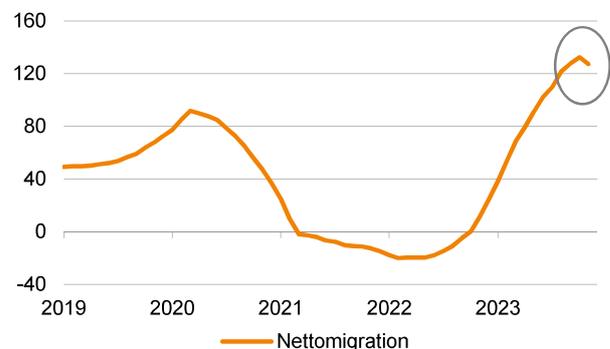
AUD kommt auch aufgrund sinkender Exportpreise zuletzt unter Abgedruck

**AU: REALER RBA-LEITZINS DANK RÜCKKLÄUFIGER INFLATION
ERSTMALS SEIT JUNI 2020 WIEDER IM POSITIVEN BEREICH**
DIFFERENZ RBA-LEITZINS UND MONATL. INFLATIONS DATEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: NETTOMIGRATION LÄSST IM NOVEMBER DEUTLICH NACH
ROLLIERENDE 12M-SUMMEN, IN TSD. PERSONEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Neuseeland war RBNZ-Gouverneur Orr bei der letzten Notenbanksitzung im November unerwartet „hawkish“ aufgetreten und hatte darauf verwiesen, dass Rekord-Einwanderungszahlen ein Grund für steigende Mieten sind, die wiederum Aufwärtsrisiken für die Inflation darstellen – dementsprechend blickten Marktteilnehmer gespannt auf die Veröffentlichung der neuesten Inflationsdaten Mitte Januar, die in Neuseeland ohnehin nur vierteljährlich erscheinen. Schließlich ist die Headline-Inflation im Schlussquartal 2023 zwar wie marktseitig erwartet auf 4,7% von zuvor 5,6% (jeweils J/J) gesunken und lag damit erneut unterhalb der Inflationsprojektionen der RBNZ (5,0%). Allerdings fiel der Rückgang der Inflation für nicht-handelbare Güter, getrieben tatsächlich vor allem durch steigende Mietpreise, nicht so stark aus, wie von Notenbank und Marktteilnehmern erhofft. Dass die Nettoeinwanderung möglicherweise aber nun ihren Hochpunkt erreicht hat, zeigten die jüngsten Zahlen: während in den Monaten August bis Oktober im Schnitt ca. 12.000 Einwanderer ins Land kamen, waren es im November lediglich ca. 4.500 Personen – dies stellt den niedrigsten Wert seit August 2022 dar. Daneben wurden die neuseeländischen Währungshüter aber auch von den BIP-Zahlen für das dritte Quartal inklusive der Abwärtsrevisionen der Vorquartale überrascht, wodurch eine „dovishere“ Haltung bei der kommenden Notenbanksitzung unseres Erachtens immer wahrscheinlicher wird. Neuseelands Wirtschaft schrumpfte um 0,3%, die Schätzung des Konsens lag dagegen bei +0,2% (je Q/Q). Infolgedessen wurden am Geldmarkt zudem aggressivere Zinssenkungen eingepreist, inzwischen erwarten Marktteilnehmer bis zur letzten Sitzung dieses Jahres drei Zinssenkungen.

Wir halten den eingepreisten Leitzinspfad für übertrieben, rechnen mit zwei Zinsschritten ab dem dritten Quartal. Auch wenn positive, inländische Impulse aufgrund schwacher Konjunkturaussichten in Neuseeland erst einmal Mangelware sein dürften und der „Kiwi“ auf 3M-Sicht daher seitwärts tendieren sollte, trauen wir dem ihm dennoch aufgrund eines schwächeren US-Dollars auf 6M- bzw. 12M-Sicht moderate Aufwertungen zu.

Neuseeländische Inflation lässt stärker als von RBNZ erwartet nach

Zuletzt nachlassende Einwanderungszahlen dürften Druck auf Mietpreise mindern

NZD dürfte auf mittlere- sowie lange Sicht von USD-Schwäche profitieren

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

Kanada: Bank of Canada auf solidem Kurs für die kommenden Monate

Die Geldpolitik ist auf einem soliden Kurs mit einem Leitzins, der seit nunmehr sechs Monaten unverändert bei 5% liegt. Die Wirtschaft stagniert weitgehend, wobei die jährliche Wachstumsrate des BIP im letzten halben Jahr meist unter der 1%-Marke blieb. Das Wirtschaftswachstum ist also alles andere als dynamisch, und es ist davon auszugehen, dass dies auch in den Wintermonaten so bleiben wird. Demgegenüber bewegt sich der Verbraucherpreisindex trotz der geldpolitischen Straffung durch die kanadische Notenbank in den Jahren 2022 und 2023 in einer Bandbreite von 3 bis 4%. Auch die Kernrate zeigt sich sehr hartnäckig und verharrt seit Monaten bei über 3,5% (J/J). Die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt ist einer der Gründe für die sehr begrenzten Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung. Zwar gibt es Anzeichen für eine Entspannung, wie z. B. der Anstieg der Arbeitslosenquote von 5,0% auf 5,8% im Jahresverlauf 2023, doch sind die Lohnsteigerungen weiterhin deutlich höher als die Inflationsrate. Daher hat die Bank of Canada (BoC) trotz der schleppenden Konjunktur keinen Grund zur Selbstzufriedenheit, wenn sie ihr Inflationsziel mittelfristig erreichen will.

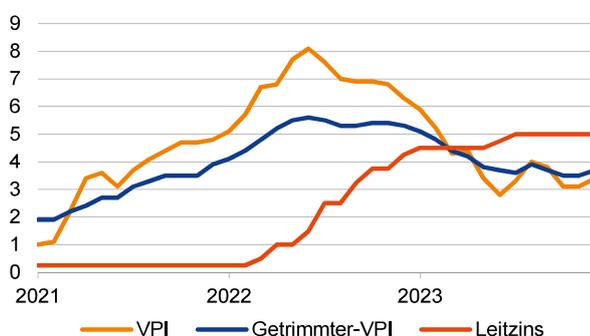
Der geldpolitische Ausblick deutet darauf hin, dass die BoC noch einige Monate einen leicht restriktiven Kurs verfolgen wird. Angesichts der Inflationsentwicklung der letzten Monate und der Aussichten (die DZ BANK prognostiziert für Q1 und Q2 einen Anstieg der Verbraucherpreise von 3% bzw. 2,6% (J/J)) gibt es selbst bei einer Konjunkturabschwächung im ersten Quartal keinen Grund, die Geldpolitik in den ersten drei Monaten des Jahres zu lockern. Besorgniserregend für die BoC dürfte auch sein, dass die Inflationserwartungen für die nächsten ein bis zwei Jahre seit nunmehr über einem Jahr im Bereich von 5 bis 6% (J/J) verharren. Erst wenn die Wirtschaft weitere Anzeichen einer Abschwächung zeigt, dürfte die BoC eine Zinssenkung für gerechtfertigt halten. Dies sollte jedoch nicht vor dem Sommer der Fall sein, und der erste Zinsschritt dürfte nur 25 Basispunkte betragen. Bei der Leitzinsentscheidung am 24. Januar hat der Gouverneur der Bank of Canada klar gesagt, dass es noch zu früh sei, um über Zinssenkungen zu sprechen.

Trotz des schwachen Wachstums tendiert die Inflation eher seitwärts, als dass sie sich dem Ziel nähert

Die BoC dürfte den Leitzins bis zum Sommer beibehalten...

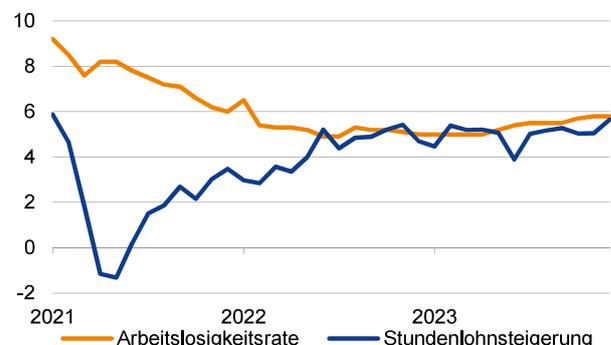
wenn die erste Zinssenkung zu erwarten ist, wenn auch nur um bescheidene 25 Basispunkte

DIE INFLATION SINKT, ABER DEUTLICH LANGSAMER ALS ES DIE ZENTRALBANK GERNE HÄTTE
INFLATION IN % (J/J), LEITZINS IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DER ARBEITSMARKT ENTSPANNT SICH NUR LANGSAM, DIE ARBEITSLOSIGKEIT NIMMT ZU, ABER DIE LÖHNE STEIGEN RECHT KRÄFTIG
ARBEITSLOSIGKEIT IN %; STUNDENLOHNSTEIGERUNG IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die Kursentwicklung des kanadischen Dollars betrifft, so hängt auch viel davon ab, wie sich die Geldpolitik in den USA und Europa entwickelt. Von den drei Notenbanken gilt die Fed als diejenige, die die Zinsen am ehesten senken dürfte. Allerdings ist die Konjunktur in den USA robuster als in Kanada oder in der

Die Entwicklung des kanadischen Dollars dürfte in den kommenden Monaten von Seitwärtsbewegungen geprägt sein

Eurozone, und wird es wahrscheinlich auch bleiben. Vor diesem Hintergrund dürften sowohl USD-CAD als auch EUR-CAD zumindest im zweiten Quartal des Jahres überwiegend seitwärts tendieren.

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

Skandinavien: Notenbanken im Wait-and-see-Modus

Obwohl es so aussieht, als ob Schwedens Wirtschaft im vierten Quartal eine Schrumpfung vermeiden konnte, überwiegen nach wie vor die wachstumshemmenden Faktoren. Ein schnelles Durchschlagen der hohen Zinssätze auf Hypothekenzahlungen und Unternehmenskredite, schwaches Konsumentenvertrauen und mangelnde Nachfrage bedeuten, dass die Wirtschaft weiterhin zu kämpfen haben wird. Im Jahr 2023 erreichte die Zahl der Insolvenzen den höchsten Stand seit den 1990er Jahren. Wir gehen davon aus, dass das schwedische BIP im zurückliegenden Jahr um 0,4% geschrumpft ist und im laufenden Jahr stagniert. Der Arbeitsmarkt hat sich abgeschwächt, die Zahl der freien Stellen ist stark zurückgegangen. Im Dezember sank die CPIF-Inflation von 3,6% im November auf 2,3% im Jahresvergleich, während die Kerninflation von 5,4% auf 5,3% zurückging. Gesamtinflation wie Kerninflation sollten ihren Abwärtspfad fortsetzen. Nach den kumulierten Zinserhöhungen von 400 Basispunkten seit April 2022 scheint der Leitzins nun seinen Höhepunkt erreicht zu haben. Eine Reihe von Direktoriumsmitglieder der Riksbank haben angedeutet, dass eine Zinserhöhung nicht mehr auf der Tagesordnung steht und einige haben sogar eine Zinssenkung in Aussicht gestellt, falls die Inflation weiterhin nach unten überrascht. Unserer Meinung nach wird die Riksbank den Leitzins zwar nicht mehr anheben – mit Zinssenkungen aber sehr vorsichtig taktieren. Zu groß ist die Gefahr, dass eine erneute Krone-Schwäche zu einem Aufwärtsrisiko für die Inflation wird. Wir gehen davon aus, dass die Policy Rate bis zum Herbst bei 4,0% verbleibt und bis zum Jahresende um maximal 50 Basispunkte gesenkt wird. Auch könnte der Verkauf von Staatsanleihen von derzeit 5 Mrd. SEK monatlich erhöht werden. Zumal die Riksbank-Vertreter zu dem Schluss gekommen sind, dass sich der Anleiheverkauf positiv auf die Marktliquidität ausgewirkt hat und dass der Verkauf weiterer Anleihen die immer noch schwache Krone etwas stützen könnte.

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeaufschläge zur Eurozone an Attraktivität verloren hat. Zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren zeitweise wieder leicht unterhalb der 10J-Bundesanleihe. Da wir nach dem moderaten Wirtschaftsabschwung im zurückliegenden Jahr, eine stabile Wirtschaftsleistung erwarten, besteht für Schwedens Währung mittelfristig Erholungspotenzial. Zudem gehen wir davon aus, dass sich der CPIF-Index auf dem aktuell erfreulich niedrigen Niveau stabilisieren sollte und sich auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im laufenden Jahr auf 3,0% (J/J) deutlich abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,25 SEK.

Schweden: Wachstum schwächt sich ab

Gesamtinflation wie Kerninflation sollten ihren Abwärtspfad fortsetzen

Schwedischer Leitzins dürfte seinen Höchststand erreicht haben

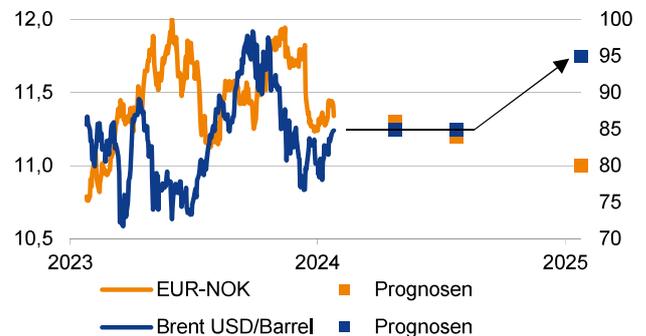
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei der Marke von 11,25 EUR-SEK erwartet

SCHWEDEN: 10J-BUNDSREAD ZEITWEISE WIEDER NEGATIV IN BASISPUNKTEN


Quelle: LSEG

NOK SOLLTE VOM ROHÖLPPREIS-ANSTIEG PROFITIEREN

LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: LSEG, DZ BANK

Norwegens Notenbank hat erwartungsgemäß, für den Marktkonsens aber überraschend, den Leitzins Mitte Dezember auf 4,5% angehoben. Unserer Ansicht nach war dieser Leitzinsschritt nur folgerichtig, war doch drei Tage zuvor die Jahresinflationsrate mit 4,8%, gegenüber einem Vorwert von 4,0%, festgestellt worden. Aktuell geht der Markt davon aus, dass eine erste Zinssenkung im September ansteht. Insgesamt sind derzeit 75 Basispunkte an Zinssenkungen für das laufende Jahr eingepreist. Dass die Leitzinsen in diesem Jahr sinken werden, ist recht wahrscheinlich, doch wann und in welchem Ausmaß, ist umstritten. Wir gehen von einem ersten Zinsschritt frühestens im Herbst aus und von nicht mehr als 50 Basispunkten bis zum Jahresende. Nach der Anhebung im Dezember sind die norwegischen Notenbanker vorerst in den Wait-and-see-Modus übergegangen. Der gestrige Zinsscheid hat bestätigt, dass man nicht mehr von weiteren Anhebungen ausgeht, sondern der Leitzins geraume Zeit bei 4,5% verharren werde. Wegweisende Erkenntnisse erwarten wir erst zur März-Sitzung, in der neue Projektionen veröffentlicht werden.

Unser positiver Ausblick für die norwegische Krone beruht auf mehreren Faktoren. So ist von der norwegischen Geldpolitik noch mit weiterer Unterstützung zu rechnen, da die Norges Bank den Leitzins mit 4,5% längerfristig auf einem restriktiven Niveau belassen dürfte. Die Entwicklungen beim Ölpreis und Renditespread – wichtige Impulsgeber für die Krone – sprechen ebenfalls für Norwegens Währung. In den kommenden Monaten erwarten wir einen weitgehend stabilen Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen. Beim Brent-Rohölpreis gehen wir auf Sechs-Monatsfrist von stabilen Notierungen aus, auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um 12% auf 95 USD/Barrel. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist bei EUR-NOK Niveaus um 11,00 NOK.

Auch in Norwegen ist der Leitzinsanhebungszyklus beendet

Wir erwarten: eine weiterhin restriktive Geldpolitik, nachgebende Inflationsraten sowie auf Zwölf-Monatsfrist höhere Rohölpreise

Auf Jahresfrist Notierungen um 11,00 EUR-NOK wahrscheinlich

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitik und innenpolitische Spannungen in Polen im Fokus

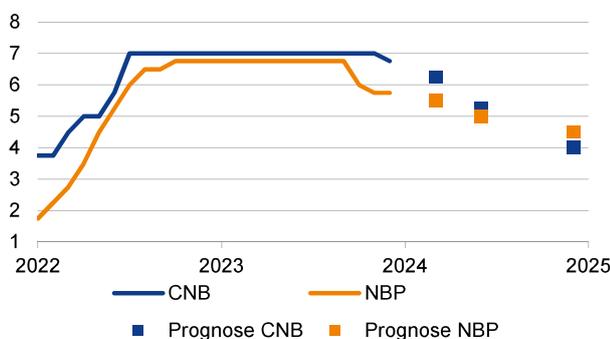
Zu Beginn des neuen Jahres steht nicht nur in den G10-Staaten die weitere geldpolitischen Marschrichtung der dortigen Notenbanken im Fokus des Marktes. Auch in den CE3-Staaten geht es derzeit maßgeblich um die weitere Leitzinsentwicklung. Allerdings steht hier nicht die Frage nach dem Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung im Raum. Vielmehr geht es darum, wie stark die Währungshüter der CE3-Staaten die geldpolitischen Zügel 2024 lockern werden, nachdem sie allesamt bereits im vergangenen Jahr mit Leitzinssenkungen begonnen haben.

Unserer Ansicht nach dürfte die ungarische Notenbank (MNB) diesbezüglich weiterhin beherzt voranschreiten. Nachdem sie den offiziellen Leitzins (Base Rate) schon spürbar in -75 Bp-Schritten von 13% auf nun 10,75% nach unten geschleust hat, sieht der stellvertretende MNB-Vorsitzende Virag in den kommenden Monaten sogar Spielraum für Senkungen in 100 Bp-Schritten. Für die Januar-Sitzung (30.1) hält er eine geldpolitische Lockerung sowohl um 75 Bp als auch 100 Bp für möglich. Mitte des Jahres sieht er die Base Rate dann zwischen sechs und sieben Prozent. Unserer Einschätzung zufolge dürfte die MNB besonders im ersten Halbjahr noch geldpolitisch beherzt handeln. Danach sollte sie allmählich etwas Tempo aus den Leitzinssenkungen herausnehmen. Wir sehen den ungarischen Leitzins auf Jahressicht in einem merklich aufgehellten fundamentalen Umfeld schließlich bei 5%.

Weitere Leitzinssenkungen auf der Agenda

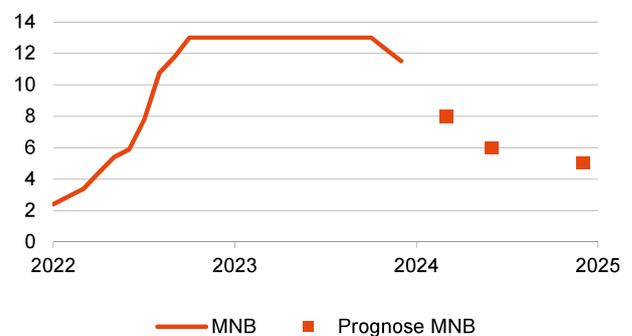
MNB dürfte die geldpolitischen Zügel am deutlichsten lockern

CNB UND NBP: ZUNÄCHST NOCH MODERATE LOCKERUNGSSCHRITTE ERWARTET
IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

MNB VOR WEITEREN SPÜRBAREN LEITZINSSENKUNGEN
IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geldpolitisch zurückhaltender agieren hingegen die Zentralbanken in Tschechien und Polen. Die Währungshüter in Prag (CNB) waren die letzten im CE3-Universum, die auf einen Leitzinssenkungszyklus eingeschwenkt sind. Zudem mahnen sie nach wie vor, dass der Kampf gegen die Inflation noch nicht gewonnen ist und stellen auch in den kommenden Monaten nur besonnene Lockerungen in Aussicht. Wir gehen daher davon aus, dass die CNB den Leitzins weiterhin in umsichtigen 25 Bp-Schritten nach unten nehmen wird. Auf Sicht von zwölf Monaten halten wir dann ein Leitzinsniveau von 4% für wahrscheinlich.

CNB agiert mit Verweis auf Inflationsrisiken umsichtig

Was die polnische Zentralbank (NBP) betrifft, so pausiert sie seit Oktober letzten Jahres in ihrem Leitzinssenkungszyklus. Als Argument hierfür nennt die Notenbank die potenziellen Inflationsrisiken, die sich durch die Wirtschaftspolitik der neuen Regierung ergeben könnten. Den Worten von NBP-Chef Glapinski zufolge ist ab

NBP pausiert und sollte im Frühjahr die Leitzinsen weiter senken

März eine Wiederaufnahme von Leitzinssenkungen möglich. Wir rechnen daher auf Sicht von drei Monaten damit, dass die NBP den Leitzins erneut um 25 Bp auf dann 5,50% senken wird. Alles in allem dürfte die polnische Notenbank auf Jahressicht geldpolitisch vergleichsweise umsichtig agieren.

Dass der Zloty dennoch gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn von allen CE3-Währungen am stärksten unter Abgabedruck geraten ist, dürfte neben den nachgelassenen US-Leitzinssenkungserwartungen maßgeblich den innenpolitischen Spannungen in Polen geschuldet sein. So hat sich der Konflikt zwischen dem alten sowie neuen Regierungslager deutlich zugespitzt und eine Lösung erscheint zum Leidwesen des Zloty überaus schwierig. Im Kern geht es darum, dass die neue liberal-konservative Regierungskoalition von Donald Tusk erste Schritte unternommen hat, um die politische Unabhängigkeit von Medien und Justiz wiederherzustellen. Diese wurde ihrer Ansicht nach sowie u.a. nach Einschätzung der EU-Kommission durch die Politik der ehemaligen national-konservativen PiS-Regierung massiv eingeschränkt. Vertreter bzw. Anhänger der PiS sowie Staatspräsident Duda, der offiziell zwar keiner Partei angehört, der PiS jedoch politisch nahesteht, wehren sich nun gegen die Rücknahme der entsprechenden Reformen. Wenngleich die politischen Fronten verhärtet sind, scheint Staatspräsident Duda letztendlich eine Eskalation dieser Situation vermeiden zu wollen. So gab er Ende letzter Woche bekannt, dass er aller Voraussicht nach trotz gewisser Zweifel, den vom Parlament verabschiedeten Haushaltsplan für 2024 unterzeichnen werde, da dieser wichtig für Polen sei. Zudem machte Duda in diesem Zusammenhang deutlich, dass er vorgezogenen Neuwahlen, die sich aus einem möglichen Scheitern der Verabschiedung des Haushalts durch die Regierungskoalition ergeben könnten, keine Chancen einräumt. Worte, die der Zloty erfreut zu Kenntnis genommen hat, wohlwissend, dass die politische Kuh damit noch lange nicht vom Eis ist.

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

Politischer Machtkampf zwischen altem und neuem Regierungslager verunsichert den Zloty spürbar

Türkei & Südafrika: Leichte Währungsverluste zum Jahresauftakt

Die Bonitätswächter von Moody's haben zu Beginn des Jahres zwar das Länder-rating der Türkei unverändert bei B3 belassen, jedoch den Ausblick auf positiv angehoben. Begründet hat die Ratingagentur diesen Schritt u.a. mit der Rückkehr zu einer orthodoxen Geldpolitik. Mit Blick auf die chronische Inflation geht Moody's davon aus, dass der Preisdruck im zweiten Halbjahr zwar wieder nachlassen wird. Die Inflation sollte jedoch hoch bleiben. Es wird hierbei mit einer Teuerung von rund 45% (J/J) zum Ende des Jahres gerechnet. Dies entspricht in etwa den Markterwartungen (Bloomberg Durchschnitt Q4 2024: 42,6%). Was die türkische Lira betrifft, so konnte ihr die Heraufstufung des Ratingausblicks keine Erleichterung bieten. Vielmehr fiel sie vor kurzem gegenüber dem US-Dollar auf ein neues Rekordtief. Hierbei kletterte USD-TRY auch erstmals über die runde Marke von 30 TRY.

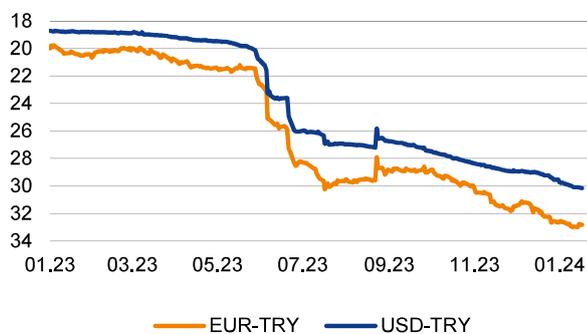
Moody's hebt Ausblick für das Länderrating der Türkei an

Angesichts der im Dezember wieder auf knapp 65% (J/J) gestiegenen Inflationsrate stand die gestrige Leitzinsentscheidung der türkischen Notenbank (TCMB) einmal mehr im Mittelpunkt des Marktinteresses. Neben der eigentlichen geldpolitischen Entscheidung galt die Aufmerksamkeit dem Ausblick, stellte die TCMB doch jüngst das Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus in Aussicht. Letztendlich hoben die türkischen Währungshüter wie marktseitig erwartet den Leitzins (One-Week Repo Rate)

TCMB beendet Leitzinserhöhungszyklus bei 45%

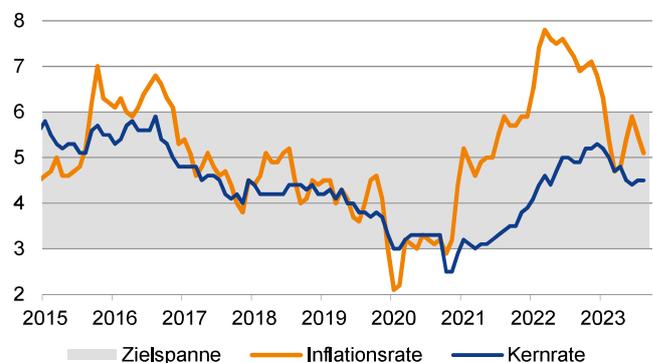
erneut um 250 Bp auf nun 45% an und machten deutlich, dass damit nun das Ende des Erhöhungszyklus erreicht sein dürfte. Geldpolitische Straffungsmaßnahmen sollte fortan über andere Kanäle (z.B. Anhebung des Mindestreservesatzes) erfolgen. Mit dem offiziellen Ende der Leitzinsanhebungen rückt nun auch in der Türkei die Frage in den Fokus, wann die TCMB damit beginnen könnte, die geldpolitischen Zügel wieder zu lockern. Angesichts der weiterhin viel zu hohen Inflation sowie mit Blick auf ihre Reputation am Markt wäre sie unserer Ansicht nach gut beraten, das aktuelle Leitzinsniveau bis weit in das zweite Halbjahr 2024 hinein beizubehalten. So ist auch die Stellungnahme der Notenbank zu interpretieren, dass das aktuelle Zinsniveau so lange wie nötig und damit bis zu einem deutlichen Rückgang des Preisauftriebs beibehalten werde.

TÜRKISCHE LIRA STARTET MIT NEUEN REKORDTIEFS IN DAS NEUE JAHR
KURSENTWICKLUNG USD- UND EUR-TRY, INVERS



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

MODERATER PREISAUFTRIEB IN SÜDAFRIKA ERÖFFNET ZINSENKUNGSSPIELRAUM
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg, South African Reserve Bank, DZ BANK

Südafrika bereitet sich auf die Parlamentswahlen vor, die spätestens im August abgehalten werden müssen. Wahrscheinlicher erscheint jedoch, dass Präsident Ramaphosa bei seiner Rede zur Lage der Nation am 8. Februar einen Termin im Mai festsetzt. Dann dürfte dieses Thema auch international noch stärker ins Blickfeld kommen. Die eher seltenen Umfragen lassen dabei einen Verlust der Mehrheit des ANC, der seit dem Ende der Apartheid 1994 immer mit absoluter Mehrheit regieren konnte, möglich erscheinen. Eine solche Konstellation würde zumindest kurzfristig für Unsicherheiten sorgen. Ein Hort der Stabilität ist dagegen die South African Reserve Bank, die trotz der zuletzt positiven Preiszahlen den Kampf gegen die Inflation noch nicht beendet, da noch Aufwärtsrisiken bestünden. Der unveränderte Leitzins ist vor allem im Vergleich mit vielen anderen Notenbanken aus den Emerging Markets bemerkenswert, die oftmals bereits bevor die Inflationsrate in die jeweilige Zielspanne zurückgekehrt war, mit Zinssenkungen begonnen hatten. In den letzten Monaten hatte sich die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel in der Mitte der Zielspanne der Notenbank, bei etwa 4,5% (J/J) stabilisiert. Der höhere Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sorgt aber dafür, dass die Gesamtrate auch im Dezember noch mit 5,1% (J/J) höher lag. Die große Bedeutung der Nahrungsmittelpreise, insbesondere auch für die ärmeren Bevölkerungsschichten ist für die Notenbank der entscheidende Grund für ihre zurückhaltende Zinspolitik. Dass der Rand hiervon nicht erkennbar profitieren kann, ist vermutlich den oben genannten politischen Unsicherheiten geschuldet. Entsprechend rechnen wir auch auf absehbare Zeit nicht mit einer Aufhellung des Umfelds für den Rand.

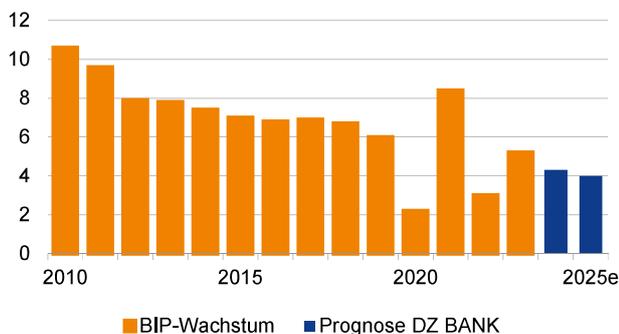
Südafrika wartet auf wichtige Ankündigungen

China: Peking spannt ein Rettungsnetz für die Finanzmärkte

Die jüngst veröffentlichten Wachstumszahlen aus China klingen zunächst versöhnlich. Mit einem BIP-Plus um 5,2% (J/J) konnte das offizielle Wachstumsziel der Regierung erreicht werden. Und doch war das Jahr 2023 (abgesehen von den Pandemie Jahren) damit das wirtschaftlich schlechteste seit 1990. Erschwerend kommt hinzu, dass die gegenwärtige Dynamik auch keine sich-selbst-tragende ist, sondern auf staatliche Unterstützungsmaßnahmen zurückzuführen ist. Zahlreiche Belastungsfaktoren dämpfen wohl auch künftig die Stimmung: Die Krise im Immobiliensektor bremst Bauwirtschaft und Ausgabenfreude der Konsumenten, und auch auf den Export ist kein Verlass mehr: schwache Weltwirtschaft, De-Risking-Strategien westlicher Länder und jetzt auch noch die Störung der globalen Lieferketten durch die militärische Eskalation im Golf von Aden. Die jüngsten Frühindikatoren liefern ein stark gemischtes Bild, das reichlich Spielraum zur Interpretation lässt.

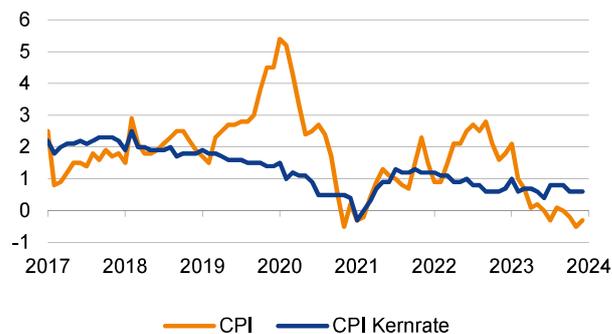
Konjunkturindikatoren liefern gemischtes Bild

AUSBLICK BLEIBT HERAUSFORDERND
BIP-WACHSTUM (J/J), IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DEFLATIONSUMFELD MIT SPIELRAUM FÜR GELDPOLITISCHE HILFE
KONSUMENTENPREISE: GESAMT- UND KERNRATE (J/J), IN %



Quelle: LSEG

Umso bemerkenswerter ist die Stabilität des Yuan. Mit USD-CNY-Kursen um 7,15 CNY ist Chinas Währung zwar im historischen Vergleich derzeit nicht sonderlich stark, bewegt sich dafür aber seit über zwei Monaten in einer sehr engen Spanne und kann damit diversen Gegenwinden (einschließlich USD-Stärke) trotzen. Wie auch bei der Konjunktorentwicklung liegt es hier nahe zu diskutieren, welche Rolle die staatliche Hilfestellung spielt. Nicht in Form offener Interventionen durch die Währungsbehörden, aber durch „freiwillige“ Aktivitäten der staatlichen Geschäftsbanken am FX-Markt. Nicht nur Wachstum und Yuan können sich auf staatliche Unterstützung verlassen, auch für den taumelnden Aktienmarkt wird offenbar ein milliardenschweres Rettungspaket geschnürt. Und als krönenden Abschluss hat die Notenbank jüngst noch eine Senkung des Mindestreservesatzes um 50 Bp ab Februar angekündigt. Hierdurch sollen rund 1 Bio CNY an Liquidität für das Bankensystem freigesetzt werden. Geldpolitischen Spielraum gibt es dafür angesichts des Deflationsdrucks reichlich: Die Konsumentenpreise waren im Dezember um 0,3% in der Jahresrate gefallen. Insgesamt also ein klares Signal, dass Peking der Wirtschaft und den Märkten (inklusive Yuan) zur Seite stehen will.

Peking wirft Märkten den rettenden Strohalm zu

Die kommenden Wochen dürften in USD-CNY sowie EUR-CNY von zwei Faktoren geprägt sein: Auf der einen Seite der Wechselkursmedaille steht die Neubewertung des Zinsausblicks von Fed und EZB, die durchaus für Bewegung sorgen könnte. Auf der anderen Seite lähmt dagegen das chinesische Neujahrsfest den Handel. Am 10

Im Februar beginnt das Jahr des Drachen

Februar beginnt das Jahr des Drachen, in der Woche vom 12. bis 17. Februar sind Chinas Börsen geschlossen, was Impulse von der chinesischen Seite minimiert.

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

Brasilien & Mexiko: Fiskalische Herausforderungen

Kurz vor Weihnachten hatten die brasilianischen Politiker es geschafft, und das grundsätzliche Festhalten an dem Ziel eines Null-Primärdefizits in einen Gesetzestext gegossen und verabschiedet. Anschließend ging es aber darum auch die praktische Einhaltung zu sichern. Hierfür sind konkrete Maßnahmen zur Einnahmenverbesserung oder zur Ausgabenkürzung erforderlich. Die Regierung wollte vor allem einige Steuererleichterungen auslaufen lassen, was im Parlament aber auf keine Gegenliebe stieß. Der Entscheidungsprozess ist noch nicht abgeschlossen, sollte aber zumindest noch vor der Karnevalspause gelingen. Zwar würde dies eine Erleichterung für die Finanzmärkte bedeuten, Präsident Lula da Silva hat zuletzt aber mit einer Initiative zur Stärkung des Industriestandortes ein neues Ausgabenprogramm in die Diskussion gebracht. Damit bleibt die Haushaltsentwicklung der wichtigste potenzielle Belastungsfaktor für den Real. Die Finanzmärkte sehen hier die Risiken aber, ebenso wie wir, als beherrschbar an. Risikoindikatoren wie die Preise für Credit Default Swaps oder die implizite Volatilität des Wechselkurses bewegen sich derzeit in der Nähe langjähriger Tiefstände. Zum einen ist dies eine positive Nachricht für Brasilien, zum anderen bedeutet es aber auch, dass der Spielraum für eine weitere Verbesserung eher gering ist.

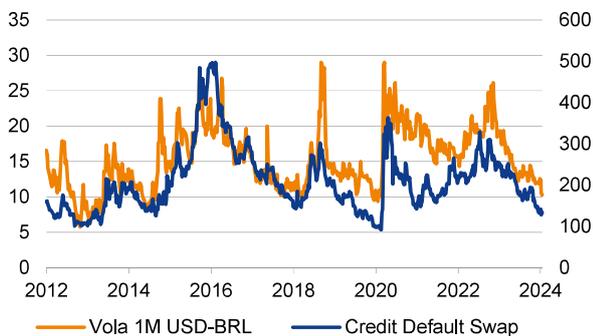
Ein Garant für eine stabile Entwicklung ist die Banco Central do Brasil. Sie befindet sich zinspolitisch zwar seit August letzten Jahres mit Zinssenkungen um jeweils 50 Bp pro Sitzung, auf einem steilen Abwärtspfad, mit derzeit 11,25% liegt der Leitzins jedoch immer noch auf einem im internationalen Vergleich hohen Niveau, insbesondere auch, wenn dieser in Relation zu den Inflationszahlen gesetzt wird. Im Dezember war die Inflationsrate auf 4,6% (J/J) gesunken und lag damit innerhalb der Zielspanne für das letzte Jahr (1,75% bis 4,75% J/J). Für dieses Jahr war die Spanne auf 1,5% bis 4,5% gesenkt worden. Die noch fehlenden Zehntel sollten ohne größere Probleme auch noch geschafft werden. In der wöchentlichen Befragung der Notenbank wird für das Jahresende im Durchschnitt eine Inflationsrate von 3,9% (J/J) erwartet und für Ende 2025 eine Rate von 3,5% (J/J). Damit liegen die Erwartungen aber noch über dem eigentlichen Inflationsziel von 3,0% (J/J), was der entscheidende Grund dafür ist, dass die Notenbank angekündigt hat, den Leitzins auf absehbare Zeit auf einem restriktiven Niveau halten zu wollen und damit den Leitzins nicht auf ein neutrales Niveau bringen will. Der Real kann sich damit auf eine noch längere Unterstützung durch die Notenbank freuen.

Das liebe Geld, genauer das fehlende, vermiest auch 2024 das Leben

Zielspanne für die Inflation nach zwei Jahren der Verfehlung wieder erreicht

FINANZMÄRKTE SEHEN BRASILIEN ENTSPANNT

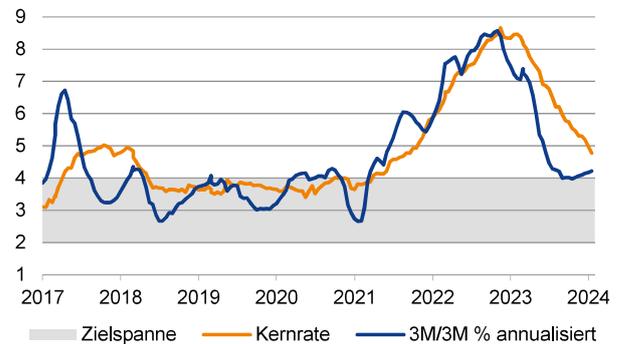
LS: IMPLIZITE VOLA USD-BRL-OPTIONEN IN %; RS: CDS 5J IN BP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PREISTREND IN MEXIKO BLEIBT HARTNÄCKIG

J/J IN % BZW. 3M/3M



Quelle: Bloomberg, Banco de México, DZ BANK

Geld verteilen, ist offenbar in den letzten Monaten seiner Amtszeit (bis Ende September) die Lieblingsbeschäftigung von Mexikos Präsident Lopez Obrador. Nachdem im letzten Jahr die Direktzahlungen an Ältere spürbar angehoben wurden, sind nun die Pensionszahlungen regulär sozialversicherungspflichtig Beschäftigter an der Reihe. Ihnen verspricht er in einer neuen Initiative künftig mit 100% des Gehalts in Rente gehen zu können. Große Chancen im Parlament die hierfür notwendige Zweidrittelmehrheit zu finden, bestehen zwar nicht, im Wahlkampf für die Wahlen Anfang Juni kann er den Oppositionsparteien damit aber Hartherzigkeit vorwerfen. Auch wenn die Aussichten für die Vorschläge eher begrenzt erscheinen, gehen von den Plänen aufgrund der unklaren Finanzierung Risiken für Peso und Staatsanleihen aus. Wichtiger für den Peso könnten allerdings die Wahlen in den USA werden. Im Wahljahr 2016 hatte der Peso auf sich verbessernde Wahlchancen des damaligen Kandidaten Trump mit merklichen Abschlügen reagiert.

Ausgabenfreude im Vorfeld der Wahlen in Mexiko

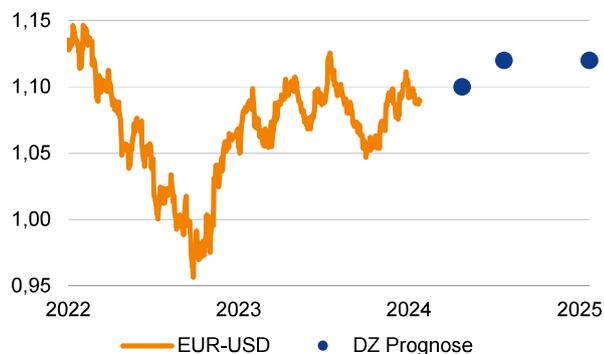
Während die politische Landschaft in Mexiko vom Wahlkampf dominiert wird, konzentrieren sich die Finanzmärkte angesichts des deutlichen Vorsprungs der Regierungskandidatin Claudia Sheinbaum in den Umfragen auf die Terminierung einer ersten Zinssenkung der Banco de México. Die bisherige Wortwahl aus den Reihen der Notenbank ließ dabei die Sitzung Ende März als geeigneten Zeitpunkt erscheinen. Sollte sich die jüngste Tendenz bei den Inflationszahlen fortsetzen, könnte sich dieser Termin jedoch noch etwas länger hinziehen. In der ersten Januarhälfte blieb die Inflationsrate insgesamt entgegen den Erwartungen weitgehend unverändert bei 4,9% (J/J). In der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel zeigte sich jedoch der vermutete Rückgang der Jahresrate auf 4,8%, immerhin der niedrigste Wert seit August 2021. Am aktuellen Rand, sichtbar bei der annualisierten Veränderung der letzten drei Monate, ist aber seit einigen Monaten keine weitere Entspannung festzustellen, was auf einem hartnäckigen und unerwünscht hohen Preisaufrtrieb deutet.

Inflationsdaten bestimmen Termin der ersten Zinssenkung

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

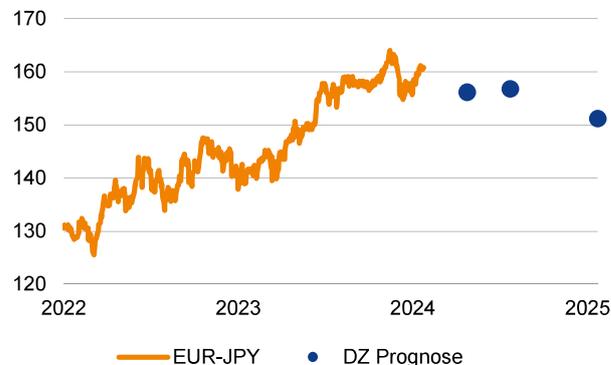
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



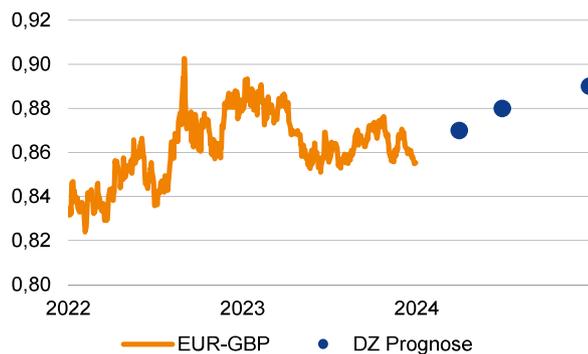
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



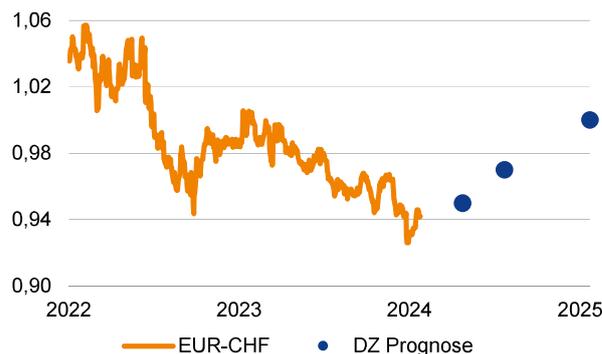
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



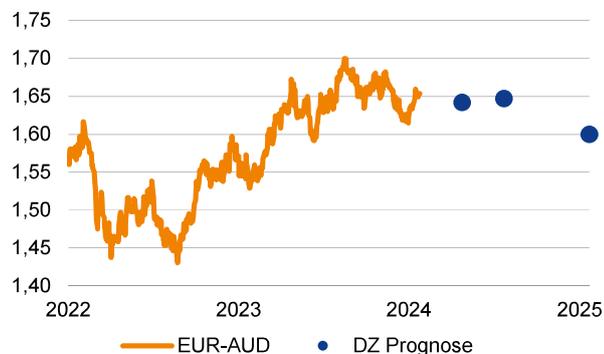
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



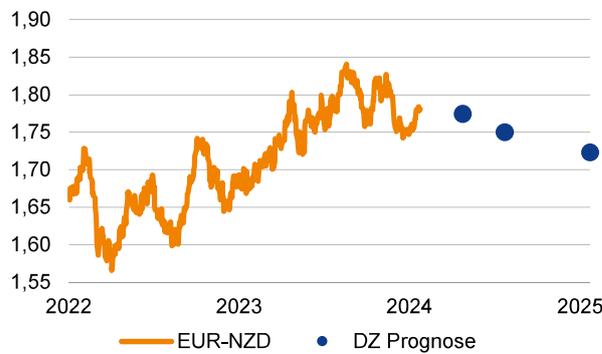
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



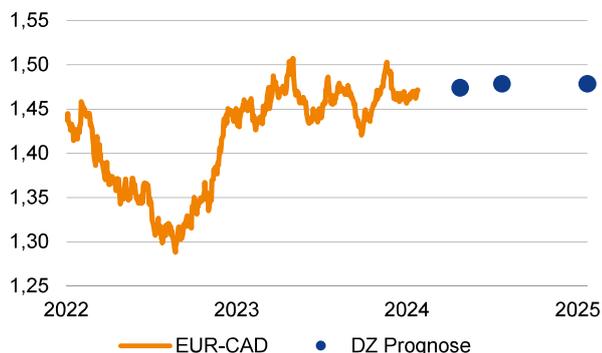
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



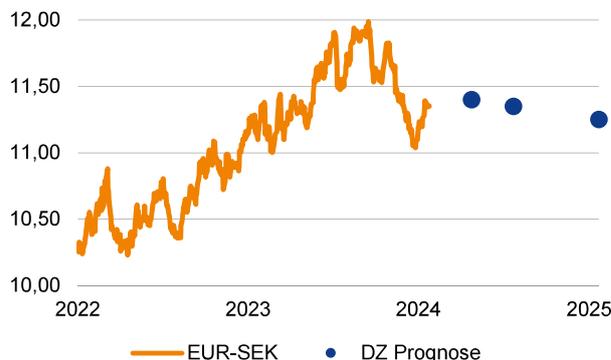
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



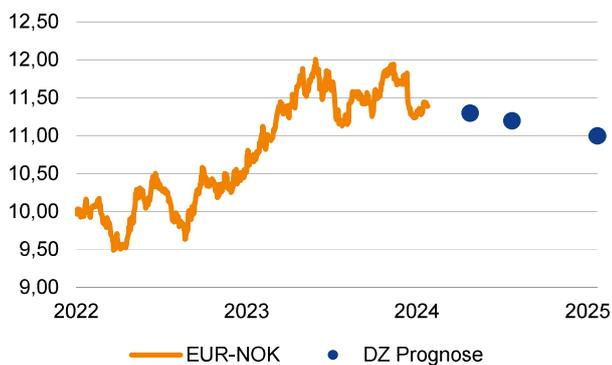
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



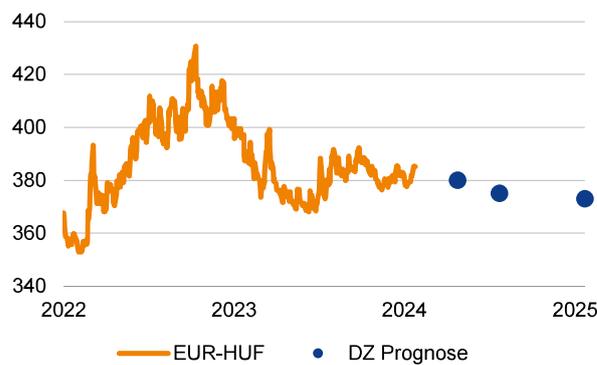
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



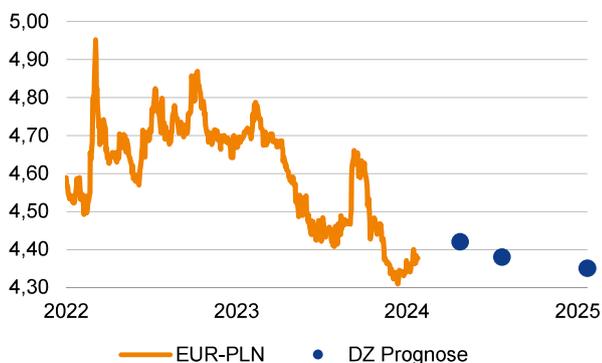
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



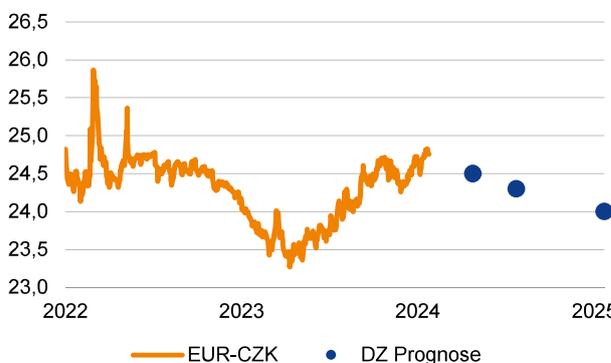
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



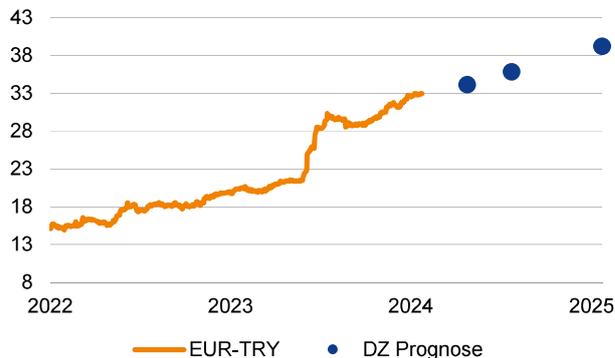
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



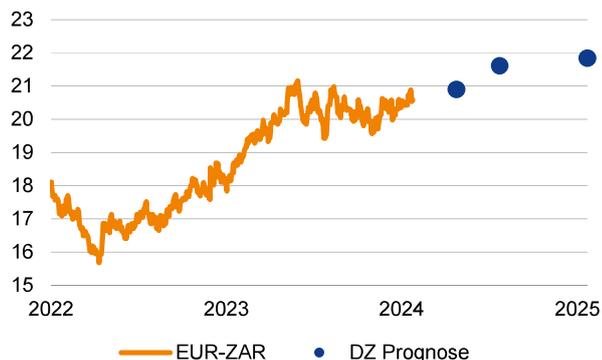
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



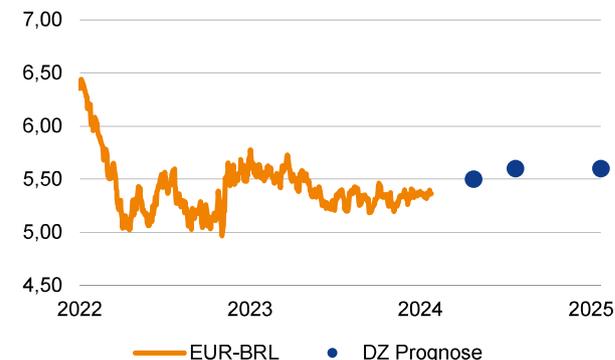
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



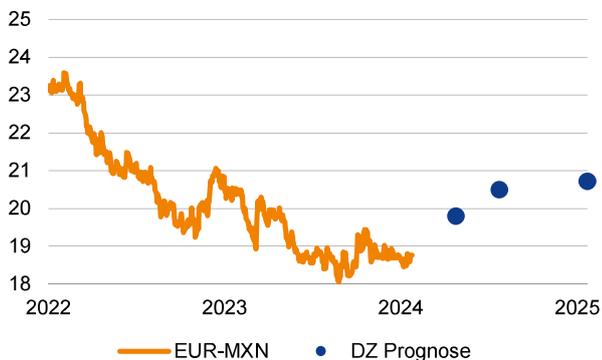
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

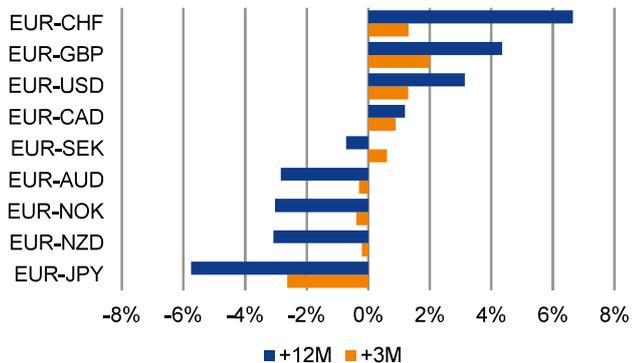
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

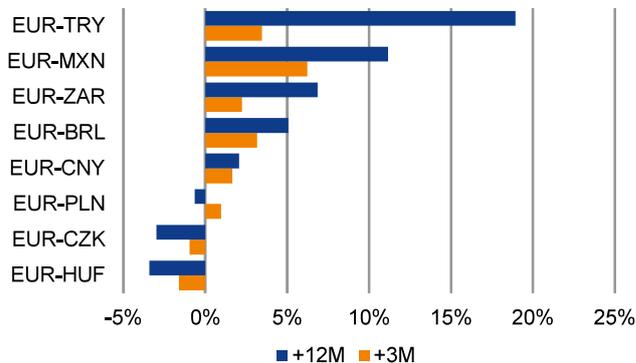
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,0859	1,10	1,12	1,12
EUR/GBP	0,8530	0,87	0,88	0,89
EUR/JPY	160,43	156	157	151
EUR/CHF	0,9377	0,95	0,97	1,00
EUR/AUD	1,6467	1,64	1,65	1,60
EUR/NZD	1,7778	1,77	1,75	1,72
EUR/CAD	1,4609	1,47	1,48	1,48
EUR/NOK	11,34	11,30	11,20	11,00
EUR/SEK	11,33	11,4	11,4	11,3
EUR/PLN	4,3782	4,42	4,38	4,35
EUR/CZK	24,74	24,5	24,3	24,0
EUR/HUF	386,2	380	375	373
EUR/TRY	0,00	34,1	35,8	39,2
EUR/ZAR	20,44	20,9	21,6	21,8
EUR/CNY	7,7910	7,92	8,01	7,95
EUR/BRL	5,3307	5,50	5,60	5,60
EUR/MXN	18,64	19,8	20,5	20,7

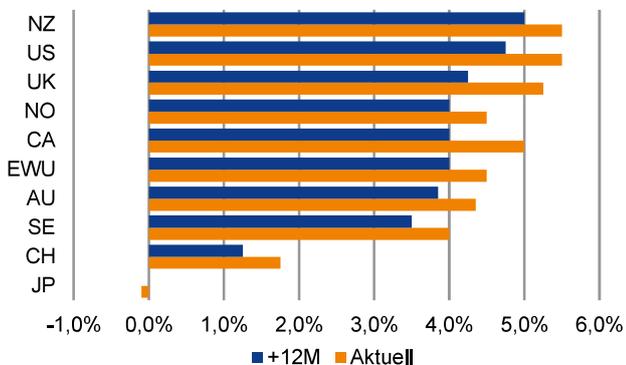
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0859	1,10	1,12	1,12
GBP/USD	1,2731	1,26	1,27	1,26
USD/JPY	147,74	142	140	135
USD/CHF	0,8635	0,86	0,87	0,89
AUD/USD	0,6595	0,67	0,68	0,70
NZD/USD	0,6108	0,62	0,64	0,65
USD/CAD	1,3454	1,34	1,32	1,32
USD/NOK	10,45	10,27	10,00	9,82
USD/SEK	10,43	10,4	10,1	10,0
USD/PLN	4,0319	4,02	3,91	3,88
USD/CZK	22,78	22,3	21,7	21,4
USD/HUF	355,6	345	335	333
USD/TRY	0,00	31,0	32,0	35,0
USD/ZAR	18,82	19,0	19,3	19,5
USD/CNY	7,1747	7,20	7,15	7,10
USD/BRL	4,9090	5,00	5,00	5,00
USD/MXN	17,16	18,0	18,3	18,5

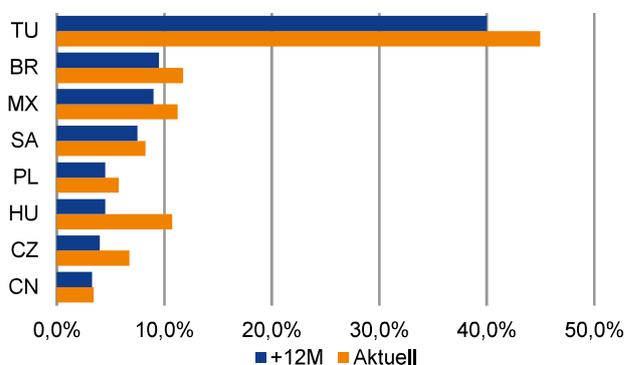
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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	0,8	1,5	0,3	0,5	1,0	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,0	2,2	3,3	3,1	2,7	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,7	-2,5	-2,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	2,0	2,4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	1,5	2,0	2,3	1,9	1,0	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	3,0	2,6	3,0	3,1	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,5	-6,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,2	-3,3				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,9	1,1	1,4	0,6	0,9	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,2	1,4	2,6	2,5	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,1	3,1	3,1				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,3	0,5	1,2	0,0	0,2	0,6	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,9	2,2	3,8	2,3	2,6	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,3	-4,0	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,4	-2,9	-3,3				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	1,0	1,7	0,5	1,0	1,1	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,2	1,3	1,0	1,1	1,0	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,4	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8,0	8,0	8,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,5	2,5	1,4	1,5	1,5	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,5	2,9	3,9	3,6	3,4	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,3	-2,4	-0,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	-0,2	-1,8				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,3	0,6	2,3	0,1	-0,2	1,0	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	3,4	2,2	4,3	3,7	2,9	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-1,5	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-4,9	-4,0				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	0,6	2,6	-0,1	0,0	0,8	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	3,0	2,4	3,0	2,6	2,6	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-3,4	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-1,6	-2,8				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,4	-0,1	2,1	-1,6	-0,5	0,3	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,5	3,0	1,7	4,3	3,0	2,4	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,0	-0,9	-0,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,5	4,4	4,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,2	2,6	-1,3	-0,4	0,6	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	5,6	3,2	1,6	5,0	3,2	3,1	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	16,6	7,9	4,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14,1	14,3	11,2				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,7	2,7	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	17,3	5,4	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,4	-3,4	-3,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,2	1,3	-0,8
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	2,6	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	11,6	5,7	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,4	-5,2	-4,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	-1,0	-1,2
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,5	0,9	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	10,7	2,0	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-2,6	-1,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	0,1	0,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,0	1,9	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	53,4	53,0	24,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-3,2	-1,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,7	-2,5	-2,5
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,0	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	5,4	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,9	-4,9	-4,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-1,6	-2,1
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	4,3	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,8	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,9	-8,0	-7,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	1,3	1,0
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	1,5	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	3,8	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,8	-8,6	-7,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,2	-2,5	-2,4
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	1,8	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	4,4	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-5,0	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-0,4	-0,7

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und **ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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