



# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### Trump und der Dollar

Letzten Monat hatten wir uns an dieser Stelle einigen der wichtigen Wahlen (USA, Südafrika, Großbritannien) im „Superwahljahr 2024“ gewidmet. Aber was wäre, wenn Donald Trump tatsächlich wieder Präsident der größten Volkswirtschaft der Welt werden sollte? Was wäre ein mögliches Szenario für den US-Dollar? Um mögliche Tendenzen für den Greenback ableiten zu können, ist der erste Schritt, die Auswirkungen von Trumps bislang bekannten Plänen – im Fokus stehen dabei vor allem seine Absichten bei Handels- und Steuerpolitik – auf das fundamentale Umfeld in den USA unter die Lupe zu nehmen.

Trump würde wohl nicht nur einen allgemeinen Importzoll von 10% einführen wollen. Vielmehr würde er auch Chinas Handelsstatus als „meistbegünstigte Nation“, den das Reich der Mitte seit dem WTO-Beitritt 2001 genießt, aberkennen wollen – der durchschnittliche Zollsatz auf chinesische Produkte dürfte folglich auf 60% steigen. In unserem Szenario würden die Zölle die Inflationsrate in den USA schlagartig um bis zu 2-3 Prozentpunkte nach oben treiben, was ein Schock für Verbraucher und Währungshüter wäre. In Sachen Steuerpolitik würde Trump in einer zweiten Amtszeit neben Steuersenkungen für die „Arbeiterklasse“ wohl auch eine weitere Senkung der Körperschaftssteuer vornehmen wollen. Insgesamt dürfte die US-Wirtschaft kurzfristig einen Wachstumsschub erleben, ausgelöst sowohl durch geringere Importe aufgrund der Zollmaßnahmen als auch durch den expansiven fiskalischen Impuls – der US-Dollar sollte in diesem Umfeld profitieren. Die US-Notenbank Fed, die sich um die Jahreswende eigentlich inmitten ihres Leitzinssenkungszyklus befinden sollte, dürfte aufgrund des Konjunkturbooms und des sprunghaften Anstiegs der Inflation geldpolitisch nach der Sitzung im Februar 2025 erst einmal stillhalten. Das damit einhergehende Auspreisen von Zinssenkungserwartungen dürfte ebenfalls unterstützend auf den Dollar wirken. Doch wie würde es mittel- und langfristig weitergehen?

Die Handelspartner dürften mit ziemlicher Sicherheit mit Vergeltungsmaßnahmen in Form von Zöllen auf amerikanische Produkte reagieren, der US-Exportsektor würde folglich in Mitleidenschaft gezogen werden und die konjunkturelle Dynamik an Schwung verlieren – was wiederum den Dollar belasten dürfte. Zudem rechnen wir mit Blick auf den US-Haushalt nicht damit, dass die Zolleinnahmen ausreichen, um die Steuersenkungen zu finanzieren. Eine Ausweitung des Haushaltsdefizits, gerade im Umfeld eines (noch) allgemein hohen Zinsniveaus und damit die Sorgen über die US-Staatsfinanzierung, könnten längerfristig zum Problem für den Greenback werden. Und last but not least sollte Trump lieber nicht die Unabhängigkeit der Fed antasten. Eine Einmischung in die geldpolitischen Geschäfte der US-Notenbank könnte im schlimmsten Fall für eine massive Verunsicherung bei Investoren sorgen – eine Kapitalflucht wäre ebenfalls USD-negativ zu werten. Schwer abzuschätzen bleibt, wie sich Trumps Pläne auf andere Währungsräume und somit auch auf die jeweils anderen Seiten der Währungspaare auswirken.

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

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
23.2.2024 14:44 Uhr

## INHALT

<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>2</b>
USA und EWU: Neue EUR-USD-Prognose	2
Japan: Warten auf die Ergebnisse der nächsten Tarifrunde	4
Großbritannien: Drahtseilakt für den geldpolitischen Ausschuss (MPC)	5
Schweiz: Schlechte Vorzeichen für den Schweizer Franken	6
Australien & Neuseeland: Hält die RBNZ an ihrem „Tightening Bias“ fest?	7
Kanada: Bank of Canada (BoC) im Kampf gegen die Inflation bei Lockerungen noch vorsichtig	9
Skandinavien: Leitzinssenkungen ante portas	10
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>12</b>
Osteuropa: Geldpolitische Marschrichtungen divergieren	12
Türkei & Südafrika: Wahlen rücken zunehmend in den Fokus	13
China: Zinssenkung läuft ins Leere	15
Brasilien & Mexiko: Geldpolitische Wenden zeichnen sich ab	16
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>19</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>21</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>23</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>24</b>
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>25</b>

Editor:  
Mario Schimmels, ANALYST

## G10 WÄHRUNGEN

### USA und EWU: Neue EUR-USD-Prognose

In den vergangenen zwölf Monaten ist es dem Euro zwar einige Male gelungen, deutliche Gewinne oberhalb der Marke von 1,10 USD zu verbuchen, eine nachhaltige Aufwertung vermochte ihm jedoch nicht gelingen. Bislang sind wir in unserer Prognose davon ausgegangen, dass sich dies 2024 ändern könnte und haben dem Euro eine nachhaltige (wenngleich weiterhin moderate) Aufwertung bis auf 1,12 USD zugestanden. Diese Prognose stand auf zwei fundamentalen Säulen: der von uns unterstellten Erholung des Wirtschaftswachstums in der Eurozone und der erwarteten deutlichen Abkühlung in den USA. Letzteres Argument fällt nun jedoch weg.

Die Daten aus den USA haben in den vergangenen Wochen und Monaten immer wieder positiv überrascht und mittlerweile ist klar, dass die Wirtschaft der Belastung durch das hohe Leitzinsniveau wesentlich besser widerstehen kann als angenommen. Zwar rechnen wir nach wie vor damit, dass die Wachstumsraten etwas nachgeben, sie bleiben jedoch äußerst solide und wir gehen nun von einem „Soft-Landing-Szenario“ aus, in dem das Wachstum nur leicht an Dynamik verliert und sich dann im weiteren Jahresverlauf bereits wieder erholt. Aus rein fundamentaler Sicht entfällt damit die Begründung für einen schwächeren Dollar. Hinzukommt, dass wir weiterhin davon ausgehen, dass die Fed die Leitzinsen in diesem Jahr nur drei Mal um insgesamt 75 Basispunkte senken wird, was bedeutet, dass die derzeit vom Markt gehaltenen Zinssenkungserwartungen zu aggressiv gepreist sind.

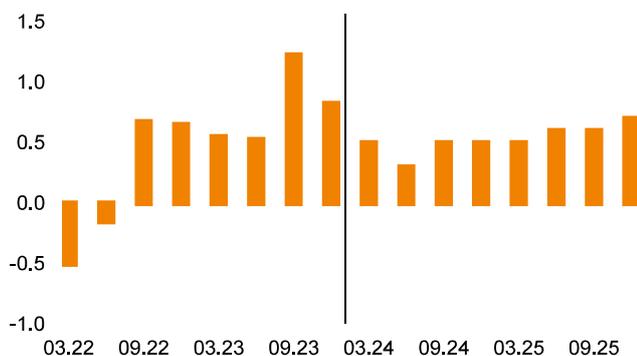
In den vergangenen Wochen und Monaten haben wir eindrucksvoll erlebt, wie relevant das Ein- bzw. Auspreisen von Zinssenkungserwartungen für den Dollar sind. Wie die Grafik oben zeigt, ist der Dollar-Index im Zuge des Einpreises aggressiverer Zinssenkungserwartungen zwischen Oktober und Dezember deutlich gefallen. Seit Beginn des neuen Jahres haben wir nun die Gegenbewegung gesehen: der Dollar stieg im Gleichschritt mit dem Auspreisen von Zinssenkungserwartungen. Vom aktuellen Niveau aus muss der Markt noch fast 50 Basispunkte an Zinssenkungen auspreisen, bis unsere Prognose von 75 Basispunkten erreicht wird. Für den Dollar bedeutet dies zumindest temporär erneutes Aufwertungspotenzial, insbesondere vor dem weiterhin sehr soliden fundamentalen Hintergrund.

**Deutliche Abkühlung der US-Wirtschaft nicht mehr Teil der Prognose, ...**

**... wodurch die Argumente für eine USD-Schwäche dünner werden**

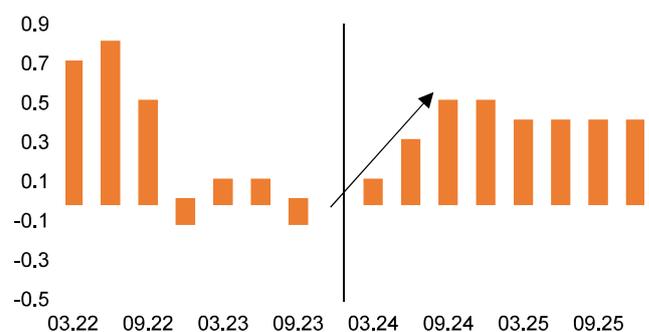
**Der Markt preist nach wie vor zu aggressive Zinssenkungen für die Fed ein**

**WACHSTUMSPROGNOSE USA: SOFT-LANDING**  
BIP-RATEN, Q/Q IN PROZENT (INKL. PROGNOSE)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WACHSTUMSPROGNOSE EWU: HOFFUNGSSCHIMMER**  
BIP-RATEN, Q/Q IN PROZENT (INKL. PROGNOSE)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Zwei Fragen stellen sich nun: 1) Kann der Dollar dauerhaft weiter aufwerten und 2) Was hat der Euro ihm entgegenzustellen? Die erste Frage beantworten wir eindeutig negativ. Zwar gestehen wir dem Dollar zwischenzeitlich erneute Gewinne zu, es darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass mittlerweile viele der guten Nachrichten für den Dollar eingepreist sind. Eine dauerhafte *Fortsetzung* des starken Dollar-Trends erwarten wir daher nicht. (An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass wir in unserem Hauptszenario einen Wahlsieg für Joe Biden unterstellen – das Alternativ-Szenario Trump werden wir gesondert beleuchten.)

Um die zweite Frage zu beantworten, müssen wir einen genaueren Blick in Richtung der Eurozone werfen. Hier steht die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung im diametralen Gegensatz zu den USA: jenseits des Atlantiks überbieten sich die positiven Überraschungen, diesseits des Atlantiks liefert insbesondere Deutschland zuletzt eine nicht abreißen wollende Abfolge an Hiobsbotschaften. Dies, in Kombination mit den damit einhergehenden Hoffnungen auf frühe und schnelle Zinssenkungen seitens der EZB, hat den Euro spürbar belastet. Doch ein Blick auf unsere Wachstumsprognose stimmt hoffnungsvoll.

Sicherlich kann keine Rede davon sein, dass wir eine schwungvolle Erholung erwarten, eine Erholung ist es jedoch allemal. Und diese sollte ausreichen, um dem Euro Rückenwind zu verschaffen, insbesondere wenn man bedenkt, wie schlecht die Stimmung aktuell ist. Während wir in den USA bereits viel des positiven Überraschungspotenzials ausgereizt haben, dürfte die von uns unterstellte Entwicklung in der Eurozone reichlich Raum für selbiges bieten.

Der weiterhin sehr soliden Performance der US-Wirtschaft (und somit des Dollars) steht also das Potential für eine positive Überraschung aus der Eurozone (und somit des Euros) gegenüber. Geldpolitisch sollten Fed und EZB mehr oder weniger im Gleichtakt laufen. Was wird EUR-USD aus dieser Gemengelage machen? Unsere bisherige Prognose von 1,12 USD ist vor dem Hintergrund des nun deutlich aufgehellten Ausblicks für die USA nicht mehr haltbar. Ebenso wenig glauben wir jedoch an eine weitere deutliche Abwertung des Euros bzw. Aufwertung des Dollars. Was bleibt ist eine Seitwärtsbewegung – aller Wahrscheinlichkeit nach mit einer beträchtlichen Spannbreite. Die positiven Daten aus den USA und das damit einhergehende Auspreisen der US-Zinssenkungserwartungen dürfte dem Dollar zunächst den Rücken stärken und, gepaart mit der weiterhin schwachen Entwicklung in der Eurozone, dafür sorgen dass EUR-USD zunächst weiter leicht gen Süden tendiert. Bereits im zweiten Quartal wird sich die Lage in der Eurozone jedoch aufhellen – was dem Euro unter die Arme greifen und EUR-USD wieder aufwerten lassen sollte. Dabei wollen wir nicht ausschließen, dass das Währungspaar zwischenzeitlich wieder über die Marke von 1,10 USD klettert.

Das Momentum dürfte jedoch nicht anhalten – schließlich bleibt die wirtschaftliche Lage in den USA besser als in Europa und der erste zaghafte Blick auf 2025 zeigt, dass diese Wachstumsdivergenz im kommenden Jahr erneut zunehmen dürfte. Eine nachhaltige Aufwertung über 1,10 USD ist somit unwahrscheinlich. Dies alles mündet in einer flachen Prognose von 1,08 USD über die kommenden 12 Monate – allerdings ummantelt von einer wahrscheinlich weiten Handelsspanne.

**Ob der Dollar ggü. dem Euro weiter aufwerten kann, hängt nicht nur von den USA ab...**

**...sondern auch von der Entwicklung in der Eurozone, die wir durchaus positiv sehen**

**Gemessen an der aktuellen Stimmung, sehen wir diesseits des Atlantiks durchaus signifikantes positives Überraschungspotenzial**

**Für EUR-USD dürfte 2024 ein Wechselbad der Gefühle werden**

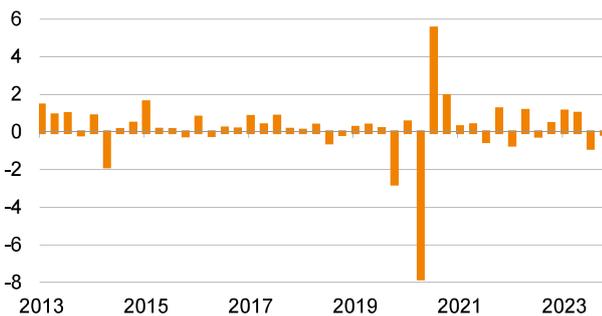
**Eine klare Trendentwicklung in die eine oder andere Richtung erwarten wir jedoch nicht**

## Japan: Warten auf die Ergebnisse der nächsten Tarifrunde

Auch weiterhin lassen der Ausstieg aus der Negativzinspolitik in Japan und damit der erhoffte Rückenwind für den Yen auf sich warten. Die jüngst veröffentlichten Wachstumsdaten für das vierte Quartal scheinen die Verfechter der ultraexpansiven Ausrichtung bestätigt zu haben, immerhin ist die einst drittgrößte Volkswirtschaft der Welt in die Rezession gerutscht. (Hierzu eine Randbemerkung: Dass Deutschland Japan überholt hat und jetzt auf Platz Drei steht, liegt nicht etwa an der überzeugenden Wirtschaftsleistung Deutschlands, sondern an der Yen-Schwäche. Beim weltweiten Vergleich wird auf US-Dollar umgerechnet, so dass Japan im Ranking weiter zurückfällt als allein durch die BIP-Entwicklung angemessen wäre.) Die ungünstigen Wachstumsaussichten mögen den Kurswechsel innerhalb der Bank von Japan (BoJ) vielleicht nicht beschleunigen, sie sind aber für Ueda&Co. weniger relevant als vielfach vermutet. Dies legen zumindest die letzten Kommentare aus den Reihen der Notenbank nahe, die sich intensiv mit der Nachhaltigkeit der Inflationsentwicklung beschäftigen, aber überraschend wenig um die konjunkturellen Bremseffekte zu sorgen scheinen.

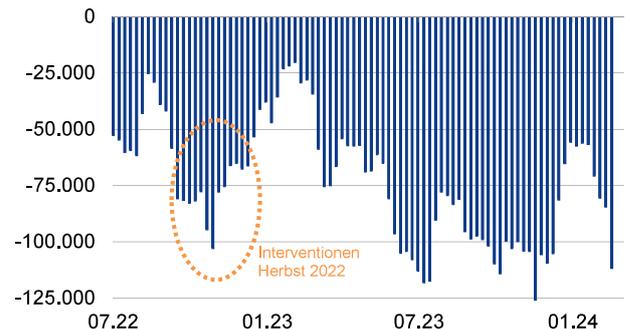
## Japan rutscht in die Rezession

**JAPAN RUTSCHT IN DIE REZESSION**  
BIP-WACHSTUM, IN % (Q/Q)



Quelle: LSEG, DZ BANK

**POSITIONIERUNG KÖNNTE YEN-KORREKTUR BESCHLEUNIGEN**  
SPEKULATIVE POSITIONIERUNG JPY VS. USD, ANZAHL KONTRAKTE



Quelle: CFTC, LSEG, DZ BANK

Eine Leitzinserhöhung bereits bei der kommenden BoJ-Sitzung am 19. März käme für uns überraschend, gilt allerdings marktseitig nicht als komplett ausgeschlossen. Zünglein an der Waage dürften die Lohnforderungen für die laufende Shunto-Tarifrunde sein. Worauf sich Arbeitgeber und -nehmer letztlich einigen, wird zum März-Termin noch nicht bekannt sein. Über die Forderungen der Gewerkschaft und die Gegenangebote der Wirtschaft werden wir in den kommenden Wochen aber mehr erfahren. Sollten die großen Firmen Lohnerhöhungen oberhalb von 4% anbieten, wäre dies ein zentrales Element für einen nachhaltigen Lohn-Preis-Zyklus, den die Bank von Japan bislang noch in Frage stellt. Einen entsprechenden Stimmungswandel könnte die BoJ besser offiziell im Rahmen ihrer überarbeiteten Inflationsprojektionen im April präsentieren als im März einen Schnellschuss zu wagen.

Der Yen hat sich bislang noch nicht mit der Idee einer baldigen BoJ-Wende angefreundet, zumindest legen dies USD-JPY-Notierungen oberhalb von 150 JPY nahe. Dieses Niveau könnte in den kommenden Wochen von mehreren Seiten unter Beschuss kommen. Entweder führen die angesprochenen Tarifverhandlungen zu einer veränderten Wahrnehmung des BoJ-Ausblicks, auf den der Yen positiv reagiert, oder das Finanzministerium intensiviert seine Verbalinterventionen, mit

## Japans Tarifpartner liefern Schlüssel zur BoJ-Entscheidung im März

## Short-Positionierung bietet guten Nährboden für Yen-Korrektur

denen es versucht, sich einer zu schnellen Yen-Abwertung entgegenzustellen. Aufgrund der ausgeprägten Yen-Short-Positionierung des Marktes wäre der Nährboden für eine starke Korrektur durchaus gegeben.

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

**Großbritannien: Drahtseilakt für den geldpolitischen Ausschuss (MPC)**

Im Februar fielen die Nachrichten aus Sicht des geldpolitischen Ausschusses durchwachsen aus. Einerseits ist die Wirtschaft laut den Daten für das Schlussquartal 2023 um 0,3% (Q/Q) geschrumpft, sodass im zweiten Halbjahr eine Rezession zu verzeichnen war. Diese dürfte zwar kurz und flach ausfallen, zeigt aber nichtsdestotrotz, dass die restriktivere Geldpolitik die Konjunktur tatsächlich dämpft. Wenn die Bank of England (BoE) einen stärkeren Abschwung abwenden möchte, sollte sie wohl eher früher als später über Zinssenkungen nachdenken, zumal geldpolitische Maßnahmen nur mit Verzögerung wirken.

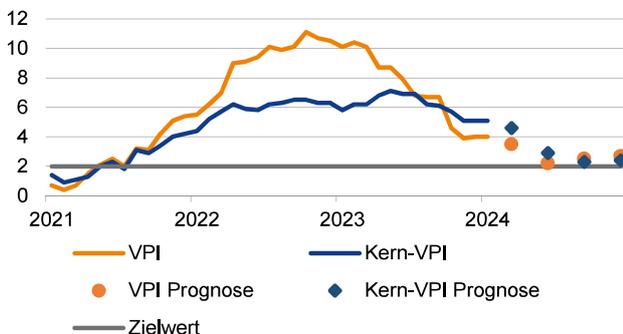
Andererseits nähert sich die Inflationsrate langsam dem Zielwert der BoE von 2% an und blieb im Januar unverändert (Gesamtrate: 4% J/J; Kernrate 5,1% J/J), obwohl im Vorfeld eine leichte Beschleunigung prognostiziert worden war. Damit das Inflationsziel von 2% sicher erreicht wird, muss die Bank of England den Leitzins wohl das Frühjahr hindurch unverändert bei 5,25% belassen. Außerdem müssten die Daten wohl laufend günstig ausfallen, um auch die „hawkisheren“ Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses davon zu überzeugen, dass eine Zinssenkung noch vor dem Sommer nicht mit übermäßigen Risiken einherginge. Der Arbeitsmarkt ist wohl als größtes Risiko anzusehen. Seit knapp 18 Monaten liegt das Lohnwachstum bei über 5%, was wohl kaum mit einer niedrigen und stabilen Inflationsrate von 2% in Einklang zu bringen ist. Gleichzeitig setzt sich der Beschäftigungsaufbau fort, wenngleich er 2023 langsamer ausfiel als 2022.

**Leichte Rezession im zweiten Halbjahr 2023**

**Geldpolitik wirkt dämpfend auf die Konjunktur**

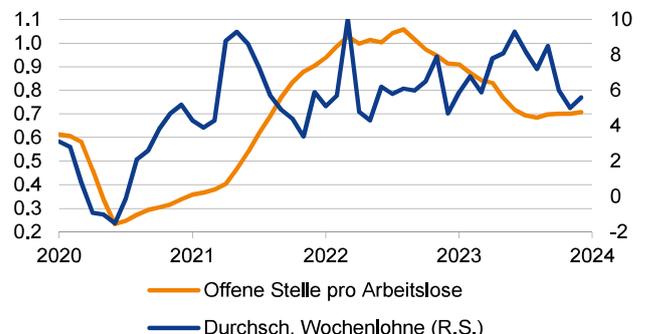
**Die Inflation verlangsamt sich zwar, liegt aber immer noch deutlich über dem Zielwert**

**INFLATION GEHT LANGSAM ZURÜCK, DÜRFTE ABER 2024 (UND 2025) INSGESAMT ÜBER DEM ZIELWERT VERHARREN**  
IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

**ARBEITSMARKT ENTSPANNT SICH KAUM, LOHNSTEIGERUNGEN SIND FÜR DEN GESCHMACK DER BOE ZU HOCH**  
VERHÄLTNIS FREIE STELLEN:ARBEITSLOSENZAHLEN;  
LOHNWACHSTUM IN % (J/J) (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Angesichts der Wachstums- und Inflationsaussichten ist es nicht überraschend, dass eine deutliche Mehrheit im geldpolitischen Ausschuss derzeit die Voraussetzungen für eine Zinssenkung nicht als gegeben ansieht. Ganz offensichtlich möchte der MPC weitere Wirtschaftsdaten abwarten und stärker davon überzeugt sein, dass

**Der MPC dürfte sich wohl frühestens im Sommer mit einer Lockerung der Geldpolitik wohl fühlen**

sich erstens die Inflation dem Zielwert annähert und zweitens die bisher inflationstreibenden Faktoren an Bedeutung verlieren. Dies wird wohl in den kommenden Monaten nicht der Fall sein. Der geldpolitische Ausschuss wird voraussichtlich erst zur Jahresmitte hin davon ausgehen, dass er sein Ziel erreichen kann, und dann die Zinsen wohl langsam senken.

Da sowohl die Fed als auch die EZB und die BoE ihre jeweilige Geldpolitik noch einige Monate lang unverändert lassen dürften, wird sich das Pfund Sterling am Devisenmarkt in den kommenden Monaten wohl hauptsächlich seitwärts bewegen. Großbritanniens Fundamentaldaten müssten sich wesentlich verbessern, damit das Pfund bei ausländischen Anlegern deutlich höheres Interesse auslöst.

**Das Pfund dürfte sich in den kommenden Monaten gegenüber dem Euro und dem US-Dollar seitwärts bewegen**

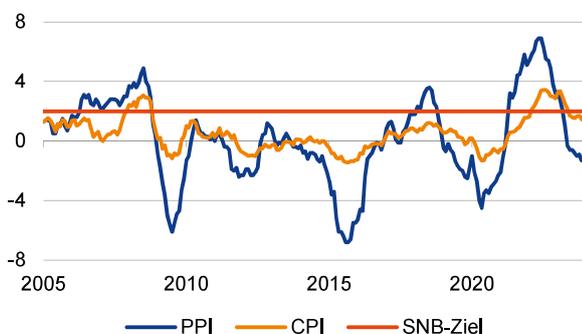
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

### Schweiz: Schlechte Vorzeichen für den Schweizer Franken

Eigentlich war es nur eine Zahl von vielen. Und doch könnte die Veröffentlichung der Schweizer Konsumentenpreise für Januar ein Wendepunkt gewesen sein. Die Teuerung lag nur noch bei 1,3% (J/J) und damit spürbar unter den Erwartungen von Markt und SNB sowie unter dem Dezember-Wert (jeweils 1,7%). Das geldpolitische Ziel von weniger als 2% darf damit zweifelsohne als erfüllt betrachtet werden. Bei der Disinflation handelt es sich auch nicht um einen einmaligen Effekt: Die Teuerung liegt seit Juni durchgehend unterhalb der Zwei-Prozent-Marke, der Gipfel des Inflationsschubs wurde schon im August 2022 überschritten und der letzte Wert war der niedrigste seit 27 Monaten. Die Argumente für ein Festhalten an der restriktiven Geldpolitik dürften damit hinfällig sein. Die Frage ist nur noch, ob die SNB schon im März oder erst im Juni zur Leitzinswende nach unten ansetzt. Am Geldmarkt gewinnt das Lager der Tauben immer mehr Mitglieder. Eingepreist ist für März eine Lockerung um 16 Basispunkte, also eine knappe Mehrheit zugunsten eines 0,25 Prozentpunkte-Schritts. Auf Sicht eines Jahres sollen es dann gut 75 Bp weniger sein, wenn es nach den Markterwartungen ginge. Das käme einem Leitzinsniveau von 1,00% gleich, welches auch wir als Prognose anvisieren.

**Überraschend deutlicher Inflationsrückgang als Wendepunkt?**

DER PREISDRUCK LÄSST AUF ALLEN STUFEN SPÜRBAR NACH  
KONSUMENTEN- UND PRODUZENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

DER WEG ZUR PARITÄT IST LANG UND STEINIG  
EUR-CHF: KURSVERLAUF UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: LSEG, DZ BANK

Nach den jüngsten CPI-Daten können wir eine erste SNB-Senkung schon am 21. März nicht mehr ausschließen. Damit wären die Schweizer Währungshüter ihren Amtskollegen aus der Eurozone (zeitlich) einen Schritt in Richtung Lockerung voraus, was der Alpenwährung im direkten Vergleich zum Euro kaum gefallen dürfte. Den Ausschlag dürften am 4. März die nächsten Inflationszahlen geben: Bleibt der Preisdruck tatsächlich dauerhaft so niedrig? Abgesehen von diesem konkreten Ereignisrisiko lauschen wir in den kommenden Wochen sehr aufmerksam den Wortmeldungen der SNB-Vertreter, wenn es um den Inflationsausblick oder wachsende Belastungen für die Schweizer Unternehmen geht. Bevor der Startschuss zur Leitzinswende fällt, müssten Öffentlichkeit und Finanzmärkte noch stärker auf die SNB-Pläne eingestimmt werden. Der Schweizer Franken steht vor herausfordernden Zeiten.

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

### **Inflationsdaten am 4. März ausschlaggebend für SNB-Sitzung am 21. März**

### **Australien & Neuseeland: Hält die RBNZ an ihrem „Tightening Bias“ fest?**

Im Gegensatz zu den meisten Notenbanken innerhalb der G10 (ausgenommen natürlich der Bank of Japan) haben die Reserve Bank of Australia (RBA) und die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) eins gemeinsam: wir erwarten erste Zinssenkungen frühestens im Herbst dieses Jahres. Dementsprechend sind für RBA und RBNZ auch wesentlich geringe Zinssenkungserwartungen bis zum Jahresende in den Geldmarktsätzen eingepreist. Verantwortlich dafür ist unter anderem die jeweils noch sehr „hawkische“ Notenbankrhetorik.

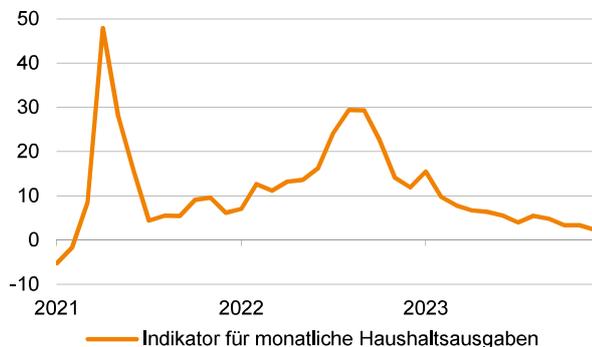
**RBA und RBNZ dürften im Gegensatz zu den meisten anderen G10-Notenbanken erst im Herbst mit ihrem Zinssenkungszyklus beginnen**

Nicht zuletzt sorgte die australische Notenbank bei ihrer ersten Sitzung im neuen Jahr für eine Überraschung. Trotz eines zuletzt deutlich nachlassenden Preisdrucks sowie Signale eines sich abkühlenden Arbeitsmarktes hatten die Währungshüter sogar über eine weitere Zinserhöhung nachgedacht. Die Inflationsrate sank im Schlussquartal 2023 auf 4,1% von zuvor 5,4% (je J/J) und damit stärker als marktseitig erwartet bzw. von der RBA prognostiziert; gemäß den monatlichen Inflationsdaten für Dezember liegt die Inflationsrate mit 3,4% (J/J) sogar bereits in greifbarer Nähe des 2-3%-Inflationszielbandes. Die „Minutes“ der Zinsentscheidung offenbarten schließlich allerdings auch, dass selbst bei einer Zinserhöhung die RBA nicht zögern würde das Zinsniveau wieder (zügig) zu senken, sollte sich die Wirtschaft stärker abschwächen als erwartet. Folglich dürften auch die BIP-Daten für das Schlussquartal, die Anfang März veröffentlicht werden, mit Spannung erwartet werden. Besonderer Unsicherheitsfaktor für die Wachstumsaussichten Australiens ist dabei nach wie vor der private Konsum. Jüngste Daten (die Einzelhandelsumsätze sowie der monatliche Indikator für die Ausgaben der privaten Haushalte, jeweils für Dezember) deuten auf einen Dämpfer bei den Konsumausgaben hin, was auch den nachfrageseitigen Druck auf die Inflation verringern dürfte. Die nominalen Ausgaben sind im Dezember um 2,3% (J/J) gestiegen, das ist der niedrigste Anstieg seit Februar 2021. Ob die von Premierminister Albanese angekündigte Steuerreform, die ab 1. Juli greift, und die vor allem bei Steuerzahlern mit niedrigerem und mittlerem Einkommen für Entlastung sorgen soll, die Konsumtätigkeit ankurbelt, ist angesichts der niedrigsten Sparquote der Haushalte seit 2008 und der restriktiven Geldpolitik der RBA unwahrscheinlich.

**RBA hatte überraschenderweise im Februar über Zinserhöhung nachgedacht**

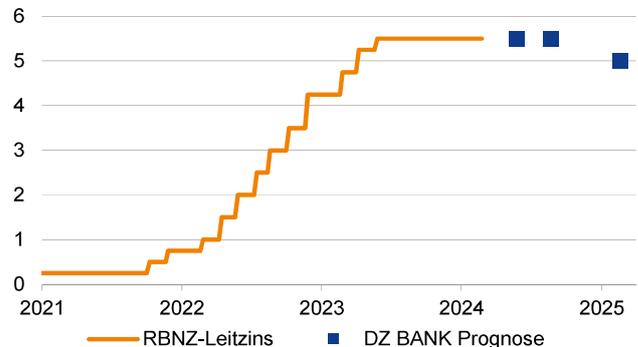
**Dämpfer bei privatem Konsum dürfte Q4-BIP-Daten schwach aussehen lassen**

#### AU: DIE NOMINALEN AUSGABEN DER PRIVATEN HAUSHALTE SANKEN ZULETZT AUF DEN NIEDRIGSTEN STAND SEIT 2021 IN % (J/J)



Quelle: Australian Bureau of Statistics (ABS)

#### NZ: IM GEGENSATZ ZU DEN MEISTEN ANDEREN G10-ZENTRALBANKEN RECHNEN WIR ERST IM HERBST MIT ERSTEN SENKUNGEN JE IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Neuseeland liegt der Fokus auf der ersten Notenbanksitzung der RBNZ in diesem Jahr. Die Kiwi-Währungshüter hatten bei ihrer letzten Sitzung in 2023 ihren geldpolitischen Beschluss noch mit einem „Tightening Bias“ versehen. Seitdem hat die Inflation zwar stärker als von der RBNZ erwartet nachgelassen. RBNZ-Notenbankchef Adrian Orr verwies jüngst aber auf die Tatsache, dass die aktuelle Inflationsrate mit 4,7% (J/J) doppelt so hoch wie die Mitte des Inflationszielbandes (1 bis 3%) ist. Auch das von der RBNZ präferierte Maß für die Kernrate, das durch das sogenannte sektorspezifische Faktormodell abgebildet wird, ist mit 4,5% (J/J) ebenfalls noch deutlich zu hoch. Die Inflationserwartungen sind zwar zuletzt gefallen: die 1-jährigen auf 3,22% von zuvor 3,60%, die 2-jährigen liegen mittlerweile bei 2,50% (vorher: 2,76%). „Wir müssen noch mehr tun, um die Inflationserwartungen wirklich bei der 2 %-Marke zu verankern“, kommentierte Orr allerdings. Grund zur Sorge für die Notenbank-Oberen dürften auch die stärker als erwarteten Arbeitsmarktdaten des vierten Quartals gewesen sein. Der stärkere Stellenzuwachs von 2,4% (J/J) führte dazu, dass die Arbeitslosenquote nur leicht auf 4,0% (Konsens: 4,3%, RBNZ: 4,2%) von zuvor 3,9% anstieg. Gleichzeitig stiegen auch die Stundenlöhne im Vergleich zum Vorquartal, allerdings war das jährliche Lohnwachstum erneut rückläufig. Die Arbeitsmarktdaten führten dazu, dass ein Teil der Zinssenkungserwartungen ausgepreist wurde. Interessanterweise führte die Prognose der ANZ Bank, die nun eine weitere zusätzliche Straffung der RBNZ erwartet dazu, dass für die Mai-Sitzung aktuell sogar 15 Bp an Erhöhungen eingepreist wurden.

Wir teilen diese Meinung angesichts der Gefahr einer (zu) „harten Landung“ Neuseelands nicht und rechnen (wie oben bereits erwähnt auch für die RBA) mit einem unveränderten Leitzins bis zum Herbst. Der australische und neuseeländische Dollar dürften aufgrund der späteren Zinssenkungen im Vergleich zu EZB und Fed auf 6M- und 12M-Sicht gegenüber Euro und Dollar profitieren. „Aussie“ und „Kiwi“ profitieren als High Beta-Währungen zwar in den letzten Wochen von einem sich verbessernden Risikosentiment. Dieses könnte sich aber wieder schlagartig verschlechtern (beispielsweise durch Negativmeldungen aus China) und in Kombination mit den jeweils schwachen Konjunkturaussichten rechnen wir daher auf kurze Sicht mit Seitwärtsbewegungen gegenüber Euro und Dollar.

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

**RBNZ dürfte angesichts immer noch zu hoher Inflation am "Tightening Bias" festhalten**

**Starke Arbeitsmarktdaten geben keinen Raum für frühe Zinssenkungen**

**AUD und NZD dürften auf 3M-Sicht seitwärts tendieren; Aufwertungspotenzial auf 6M- bzw. 12M-Sicht durch restriktive Geldpolitik**

## Kanada: Bank of Canada (BoC) im Kampf gegen die Inflation bei Lockerungen noch vorsichtig

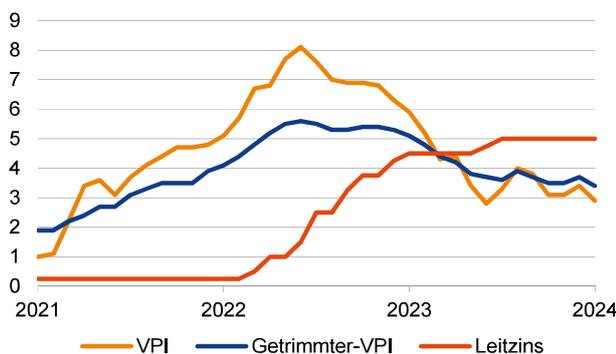
Zwar läuft die Konjunktur in Kanada nicht so gut wie beim großen Nachbarn im Süden, aber dank eines weiterhin bescheidenen Wachstums konnte zumindest eine Rezession vermieden werden. Diese Entwicklung wird sich bis ins Jahr 2024 hinein fortsetzen, wobei wir ein Wirtschaftswachstum von lediglich 0,8% gegenüber dem Vorjahr prognostizieren. Da die PMIs für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe nun jedoch nach oben zeigen, verbessern sich die Aussichten für die zweite Jahreshälfte. Das schwache Wachstum ist zum Teil auf die negativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung durch die BoC zurückzuführen.

Die Inflation in Kanada entwickelte sich im Jahr 2023 ziemlich uneinheitlich: zwar gingen alle wichtigen Inflationsindikatoren zurück, aber sowohl die Gesamtinflationsrate als auch die Kernrate erwiesen sich als recht hartnäckig und bewegten sich in der zweiten Jahreshälfte seitwärts. Obwohl die Inflation im Januar stärker als erwartet zurückging - die Gesamtinflationsrate sank von 3,4% im Dezember auf 2,9%, während der getrimmter-Mittelwert-Rate um 0,3 Prozentpunkte auf 3,4% zurückging – dürfte die Bank of Canada damit höchstwahrscheinlich noch nicht zufrieden sein. Die erste Zinssenkung wird daher wohl noch länger auf sich warten lassen. Vielmehr sieht alles danach aus, als würde der derzeitige restriktive geldpolitische Kurs noch für einige Monate beibehalten werden. Ziel wird es sein, alle wichtigen Inflationsindikatoren auf Kurs zu halten, um eine nachhaltige Rückkehr in den Bereich von 1 bis 3 % zu erreichen. Die BoC wird die Datenlage in den nächsten Monaten genau im Auge behalten. Außerdem hat sie darauf hingewiesen, dass die Lohnabschlüsse aufgrund des immer noch robusten Arbeitsmarktes zu hoch sind, als dass sie damit zufrieden sein könnte. Auch hier dürften erst einmal Fortschritte erzielt werden müssen, bevor mehr als eine symbolische Zinssenkung erfolgen kann.

**Kanadas Wirtschaft entwickelt sich nicht so gut wie die der USA**

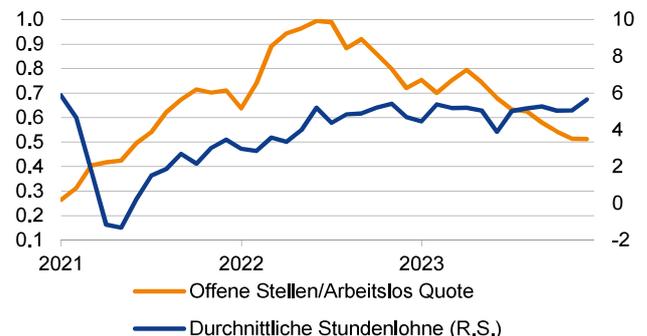
**Die Inflation erweist sich als recht hartnäckig, und so hat es die BoC nicht eilig, von ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs abzurücken**

**DIE INFLATION HAT SICH ALS RECHT HARTNÄCKIG ERWIESEN, SO DASS DIE BOC FÜR EINE ZINSSENKUNG NOCH NICHT BEREIT IST IN % (J/J)**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**DER ARBEITSMARKT KÜHLT SICH LANGSAM AB, ABER DIE LOHNSTEIGERUNGEN SIND IMMER NOCH WEIT ÜBER 2 BIS 3% VERHÄLTNIS ZWISCHEN OFFENEN STELLEN UND ARBEITSLSEN; DURCHSCHNITTLICHES LOHNWACHSTUM IN % (J/J)**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Nach einem durchwachsenen Jahresauftakt, bei dem der kanadische Dollar gegenüber dem USD einige Cent eingebüßt hat, während er sich gegenüber dem Euro kaum veränderte, scheinen sich für die nächsten Monate keine neuen Trends abzuzeichnen. Denn sowohl die Fed als auch die EZB dürften ihre geldpolitischen

**Der kanadische Dollar wird sich in den nächsten Monaten wohl nicht allzu weit von seinem derzeitigen Kursniveau wegbewegen**

Weichenstellungen bis in den Sommer hinein beibehalten, und die kanadische Wirtschaft wird wohl kaum einen Gang höher schalten.

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

### **Skandinavien: Leitzinssenkungen ante portas**

Schwedens Wirtschaft konnte im vierten Quartal eine Schrumpfung gerade so vermeiden. Das Wachstum betrug 0,1% im Quartalsvergleich auf Grundlage einer Schnellschätzung, die jedoch später revidiert werden könnte. Wir gehen davon aus, dass das schwedische BIP im zurückliegenden Jahr um 0,3% geschrumpft ist und im laufenden Jahr stagniert. Der Arbeitsmarkt schwächt sich weiterhin ab, die Zahl der offenen Stellen ist stark zurückgegangen, die Arbeitslosenquote stieg im Januar auf 8,5%. Saisonale Effekte und höhere Strompreise haben die CPIF-Inflation auf 3,3% im Jahresvergleich ansteigen lassen, während die Kerninflation von 5,3% auf 4,4% zurückging. Gesamtinflation wie Kerninflation sollten ihren Abwärtspfad aber wieder aufnehmen, beziehungsweise fortsetzen. Nach den kumulierten Zinserhöhungen von 400 Basispunkten seit April 2022 dürfte der Leitzins nun seinen Höhepunkt erreicht haben. Die Riksbank verweist zwar auf die Gefahr von Rückschlägen, die zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen könnten, geht aber davon aus, dass das Risiko, dass sich die Inflation auf einem zu hohen Niveau verfestigt, gesunken ist. „Der Leitzins kann daher wahrscheinlich früher als in der Novemberprognose angegeben gesenkt werden. Wenn die Inflationsaussichten günstig bleiben, kann eine Senkung des Leitzinses in der ersten Jahreshälfte nicht ausgeschlossen werden.“ Unserer Meinung nach wird die Riksbank 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 Sommer bei 4,0% verbleibt und bis zum Jahresende um 50 Basispunkte gesenkt wird. Wie von uns erwartet hat das Notenbank-Direktorium zudem beschlossen, den Verkauf von Staatsanleihen von bislang 5 Mrd. SEK ab Februar auf monatlich 6,5 Mrd. SEK auszuweiten. Zumal sich der Anleiheverkauf positiv auf die Marktliquidität ausgewirkt hat und 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 zusammengeschnittenen Renditeaufschläge zur Eurozone wenig Anziehungskraft besitzt. Zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren lediglich vier Basispunkte oberhalb der 10J-Bundesanleihe, bei den zweijährigen Laufzeiten ist der Spread mit minus 14 Basispunkten sogar negativ. Da wir nach dem moderaten Wirtschaftsabschwung im zurückliegenden Jahr eine lediglich stabile Wirtschaftsleistung erwarten, besteht für Schwedens Währung mittelfristig kaum Erholungspotenzial. Auch die absehbare Leitzinswende spricht nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass der CPIF-Index trotz der jüngsten Gegenbewegung weiter nachgeben sollte und sich auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im laufenden Jahr auf 2,5% (J/J) deutlich abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,25 SEK.

**Schweden: Schwaches Wachstum und kaum Aussicht auf Besserung**

**Gesamtinflation wie Kerninflation rückläufig erwartet**

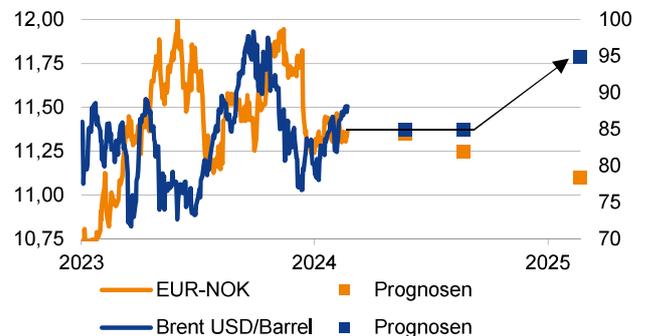
**Riksbank schließt erste Leitzinssenkung im ersten Halbjahr nicht aus ...**

**... und beschleunigt Quantitative Tightening**

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

**SCHWEDEN: 10J-BUNDSREAD AN DER NULLLINIE  
IN BP**


Quelle: LSEG

**NOK SOLLTE VOM ROHÖLPREIS-ANSTIEG PROFITIEREN  
L.S.: EUR-NOK; R.S.: BRENT USD/BARREL**


Quelle: LSEG, DZ BANK

Norwegens Notenbank hat nach der Leitzinsanhebung Mitte Dezember die Policy Rate zur Januar-Sitzung bei 4,5% belassen und betont, dass der Leitzins wahrscheinlich noch einige Zeit auf diesem Niveau verharren werde. „Der Ausschuss geht davon aus, dass der Leitzins nun hoch genug ist, um die Inflation innerhalb eines angemessenen Zeithorizonts wieder auf das Zielniveau zurückzuführen“.

**In Norwegen ist der Leitzinsanhebungszyklus beendet**

Die Leitzinssenkungserwartungen haben sich in den vergangenen Wochen zurückgebildet. Aktuell geht der Markt davon aus, dass eine erste Zinssenkung wohl frühestens im Dezember ansteht. Derzeit werden noch lediglich 25 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. Wegweisende Erkenntnisse erwarten wir erst zur März-Sitzung, bei der neue Projektionen veröffentlicht werden.

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

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% vorerst 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 Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um rund 8% auf 95 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist bei EUR-NOK Niveaus um 11,10 NOK.

**Auf Jahresfrist Notierungen um 11,10 EUR-NOK wahrscheinlich**

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

## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Geldpolitische Marschrichtungen divergieren

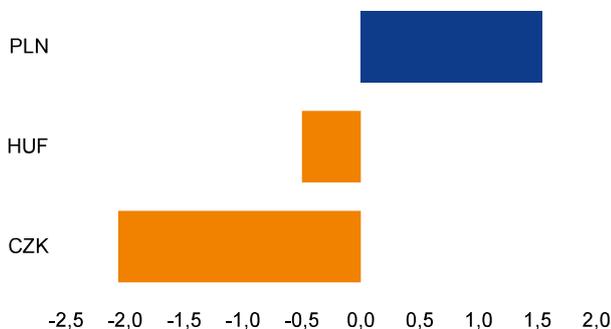
Zloty, Forint und Tschechische Krone gehen dieser Tage gegenüber dem Euro getrennte Wege. Während sich die polnische Landeswährung in robuster Verfassung präsentiert, hat ihr tschechisches Pendant wenig zu lachen, fiel es doch zuletzt gegenüber der Gemeinschaftswährung im Tief zeitweise auf den niedrigsten Stand seit März 2022. Dazwischen ist der Forint anzutreffen. Auch er zog sich seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro zurück und pendelt nun auf vergleichsweise niedrigen Niveaus seitwärts.

Eine wesentliche Rolle für die unterschiedlichen Marschrichtungen der CE3-Währungen ist die in den einzelnen Ländern divergierende Geldpolitik. So profitiert der Zloty seit längerem von dem geldpolitischen Innehalten der dortigen Notenbank (NBP), nachdem sie den Leitzins zwischen Juli und Oktober 2023 um 100 Bp auf 5,75% gesenkt hatte. Positiv kommt aus Sicht des Zloty nun dazu, dass NBP-Chef Glapinski jüngst seine bisherige Aussage, wonach die Zentralbank ab Frühjahr dieses Jahres ihre Leitzinssenkungen wieder aufnehmen könnte, kassiert und sich stattdessen für einen in diesem Jahr unveränderten Leitzins ausgesprochen hat. Als Gründe hierfür nannte er Inflationsrisiken, welche im zweiten Halbjahr 2023 wieder zunehmen dürften, sollte die polnische Regierung, wie vom Notenbankchef angenommen, dann zumindest einen Teil ihrer Inflationsschutzmaßnahmen auslaufen lassen. Wenngleich die jüngsten Worte von Glapinski aufhorchen lassen und den grundsätzlich vorsichtigen geldpolitischen Kurs der Notenbank unterstreichen, so muss sich letztendlich zeigen, ob hinter seinen Äußerungen ernstzunehmende Inflations Sorgen stecken oder ob diese eher dem politischen Konflikt zwischen dem alten und dem neuen Regierungslager zuzuschreiben sind. Wir gehen davon aus, dass die NBP in einem sich zunächst aufhellenden Inflationsumfeld den Leitzins auf Sicht von drei Monaten moderat um 25 Bp auf dann 5,50% senken und sich danach erst einmal in abwartender Haltung präsentieren sollte.

**CE3-Währungen gehen getrennte Wege**

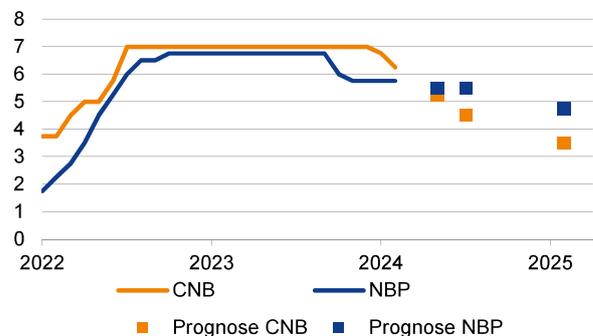
**Belässt die NBP den Leitzins in diesem Jahr unverändert?**

**CE3-UNIVERSUM: ZLOTY HAT DIE NASE VORNE**  
VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNG GGÜ. EURO SEIT VIER WOCHEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**CNB DÜRFTE 2024 GELDPOLITISCH EXPANSIVEREN KURS VERFOLGEN ALS NBP**  
NATIONALE LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSEN IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auf der anderen Seite des geldpolitischen Spektrums sind die Währungshüter in Prag (CNB) anzutreffen. Diese begannen im Dezember 2023, den Leitzins um 25 Bp zu senken und stellten zunächst ein umsichtiges Vorgehen in Aussicht. Bei ihrer letzten Sitzung nahm die CNB den Leitzins dann jedoch um 50 Bp und damit stärker

**CNB dürfte die Zinsen auf kurze Sicht stärker senken als bislang erwartet**

als allgemein erwartet auf 6,25% nach unten. Zudem skizzierte sie einen merklich freundlicheren Inflationsausblick und ein spürbar zurückhaltenderes Wachstumsbild für 2024. Dies lässt darauf schließen, dass die CNB die Zinsen besonders auf kurze Sicht stärker senken könnte als bislang erwartet. Will heißen, sie dürfte in den kommenden Monaten lockerungstechnisch in Vorleistung gehen und den Leitzins auch bei den nächsten beiden Sitzungen im März und Mai erneut um jeweils 50 Bp nach unten nehmen. Auch zur Jahresmitte hin können wir uns nochmal eine beherzte Leitzinssenkung um 50 Bp vorstellen. Danach halten wir es für wahrscheinlich, dass die CNB wieder Tempo aus den Lockerungen herausnehmen und den Leitzinssenkungszyklus auf Jahressicht in einem deutlich aufgehellten fundamentalen Umfeld schließlich im Bereich von 3,50% allmählich auslaufen lassen wird.

Während die NBP somit im Jahresverlauf geldpolitisch weniger und die CNB stärker expansiv werden sollte als zunächst erwartet, dürfte die ungarische Zentralbank ihren beherzten geldpolitischen Lockerungskurs wie in Aussicht gestellt fortsetzen. Dass sich der Forint dennoch geldpolitisch verstimmt zeigt, ist der marktseitig jüngst aufgekommenen Vermutung geschuldet, wonach die ungarische Notenbank zu ihren 100 Bp-Senkungen zurückkehren könnte. Zur Erinnerung: Bevor die MNB die Base Rate im September 2023 wieder zum offiziellen Leitzins erklärt und diesen Satz seither in 75 Bp-Schritten nach unten genommen hat, senkte sie den damaligen Notfallleitzins, die One-Day Deposit Rate, zwischen Mai und September 2023 in fünf 100 Bp-Schritten von 18% auf 13%. Geldpolitische Lockerungen in diesem Ausmaß sind für den Forint somit nichts Neues. Zudem gilt es zu bedenken, dass die Zentralbank von Beginn ihrer Lockerungen an deutlich machte, dass sie die Leitzinsen beherzt senken möchte. MNB-Vize Virag stellte hierbei bereits vor längerem ein Leitzinsniveau zwischen sechs bis sieben Prozent für Mitte des Jahres in den Raum. Gegenüber heute (Base Rate 10%) wären dies weitere deutliche Lockerungen zwischen 300 und 400 Bp, die bereits kommuniziert wurden und somit weitgehend in den HUF-Kursen enthalten sein dürften. Damit sollte sich das weitere geldpolitische Enttäuschungspotenzial für den Forint letztendlich in Grenzen halten.

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

## **Türkei & Südafrika: Wahlen rücken zunehmend in den Fokus**

Von der türkischen Lira gibt es dieser Tage wenig Neues zu berichten. Vielmehr fiel sie zuletzt sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar auf neue Rekordtiefs. Die türkische Notenbank (TCMB) bekräftigte indes unter dem Vorsitz ihres neuen obersten Währungshüters, Fatih Karahan, das Leitzinsniveau von 45% und stellte zudem einen anhaltend restriktiven geldpolitischen Kurs in Aussicht. Was die weiteren Inflationsaussichten betrifft, so hält die TCMB ungeachtet der zuletzt wieder auf knapp 65% (J/J) gestiegenen Inflation an ihrer Erwartung fest, wonach die Teuerung des Landes Ende 2024 auf immerhin 36% (J/J) zurückgehen sollte. Ende 2025 sieht die Zentralbank die Inflation des Landes weiter bei 14% (J/J) und Ende 2026 nach wie vor bei 9% (J/J). Das offizielle Inflationsziel der TCMB von 5% (J/J) dürfte damit zum Leidwesen der Lira nach wie vor in weiter Ferne liegen.

Mit Blick auf die in nächster Zeit zur Bekanntgabe anstehenden Wirtschaftsdaten verdienen zum einen die türkischen Wachstumsgrößen für das vierte Quartal (29. Februar) sowie die Inflationszahlen für Februar (4. März) Aufmerksamkeit. Marktseitig wird davon ausgegangen, dass der konjunkturelle Gegenwinde Ende

## **MNB sollte Leitzins weiter beherzt senken**

## **Lira weiter in der Defensive**

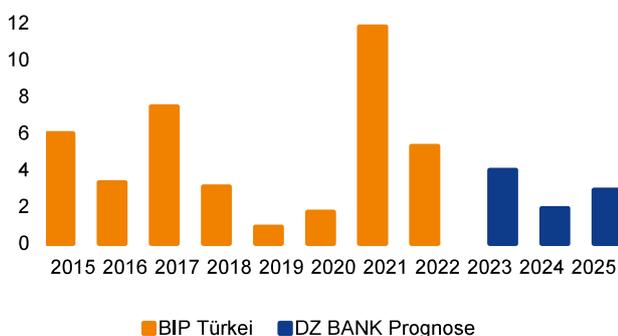
## **Konjunkturelle Eintrübung trifft auf anhaltende Inflationskrise**

2023 zugenommen haben sollte und die dortige Wirtschaft nur noch um 3,3% (J/J) nach 5,9% (J/J) im dritten Quartal gewachsen sein dürfte. So lasten doch neben der anhaltenden Inflationskrise zunehmend auch die inzwischen ergriffenen fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen auf dem konjunkturellen Ausblick. Von der Inflationsseite dürfte es u.a. angesichts der immer weiter an Wert verlierenden Lira sowie der massiven Mindestlohnerhöhungen vom vergangenen Jahr auch im Februar keine erfreulichen Nachrichten geben. Im Fokus dürfte hierbei jedoch nicht nur die Gesamtrate stehen. Vielmehr sollte auch die Kernrate, die Anfang des Jahres nur minimal auf rund 70,5% (J/J) zurückgegangen ist, Beachtung finden.

Am 31. März finden zudem in der Türkei Lokalwahlen statt. Gewählt werden zahlreiche Bürgermeister sowie Stadt- und Provinzräte. Von besonderem Interesse dürften hierbei die Bürgermeisterwahlen in den großen Städten des Landes sein. U.a. in Ankara, Istanbul und Antalya werden die Bürgermeister seit 2019 von der größten Oppositionspartei des Landes, der CHP, gestellt. Ziel der regierenden AKP ist es, die Wahlen besonders in den großen Städten wieder für sich zu entscheiden. Eine wichtige Rolle spielt hierbei Istanbul. Dies ist nicht nur die größte Stadt des Landes mit einer sehr starken Wirtschaftskraft (fast ein Drittel des türkischen BIPs wird hier erwirtschaftet). Vielmehr ist es auch die Stadt, in der Staatspräsident Erdogan 1994 mit der Wahl zum Oberbürgermeisterwahl seine politische Karriere begann. Dass es für das Staatsoberhaupt besonders wichtig ist, das Rathaus von Istanbul politisch wieder zurückzugewinnen, wurde auch Anfang des Jahres zu Beginn des Wahlkampfes deutlich. Erdogan betonte hier in einer Rede „den Geist von 1994“, der in der Türkei „eine neue Ära eingeleitet“ habe. Im Rennen um das Stadtoberhaupt in Istanbul hat die AKP den allgemein wenig bekannten Murat Kurum nominiert. Er war in der Zeit von 2018 bis 2023 Minister für Umwelt, Stadtplanung und Klimawandel. Kurum tritt gegen den amtierenden oppositionellen Bürgermeister Ekrem Imamoglu (CHP) an. Auch für ihn ist die Wahl von großer Bedeutung. Denn sollte es ihm gelingen, sein Amt als Oberbürgermeister von Istanbul zu verteidigen, stehen sein Chancen theoretisch gut als CHP-Kandidat bei der nächsten Präsidentschaftswahl 2028 gegen Staatschef Erdogan anzutreten. Theoretisch deswegen, da Imamoglu vor gut einem Jahr von einem Gericht in Istanbul wegen Beleidigung zu einer Haftstrafe verurteilt wurde. Derzeit liegt der Fall bei der nächsten Instanz, so dass der Ausgang offen und damit auch der Verlauf seiner weiteren politischen Karriere ungewiss ist.

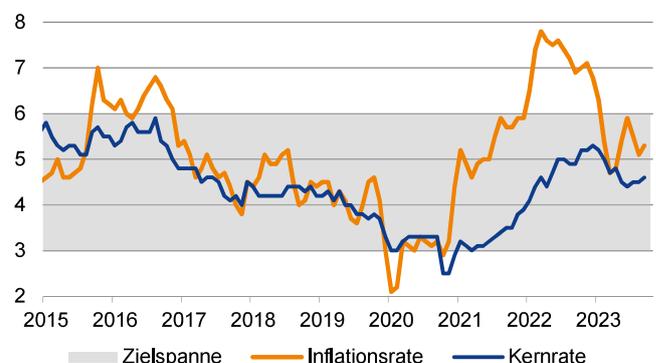
### Lokalwahlen rücken näher – Bürgermeisterwahl in Istanbul von besonderer Bedeutung

TÜRKEI: 2024 KONJUNKTURELLE ABKÜHLUNG ERWARTET  
IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PREISAUFTRIEB IN SÜDAFRIKA BLEIBT STABIL IN DER ZIELSPANNE  
IN % (J/J); KERNRATE: OHNE ENERGIE, NAHRUNGSMITTEL



Quelle: Bloomberg, SARB

Bei der ersten geldpolitischen Sitzung des Jahres hielt die South African Reserve Bank (SARB) an ihrer eher „hawkishen“ Ausrichtung fest. Notenbankgouverneur Kganyago versucht weiterhin jede Zinssenkungsspekulation im Keim zu ersticken. Zur Mitte des Jahres könnte dann aber auch in Südafrika eine langsame Lockerung beginnen. Dabei liegt die Inflationsrate schon seit geraumer Zeit wieder in der Zielspanne der Notenbank von 3% bis 6% (J/J), was bereits einen grundsätzlichen Spielraum für eine erste vorsichtige Lockerung eröffnen würde. Allerdings will Kganyago die Inflationsrate nachhaltig in die Mitte der Zielspanne bei 4,5% sehen. Daher wird der Leitzins noch auf dem hohen Niveau von 8,25% gehalten, was dem Rand eine willkommene Unterstützung bietet. Denn ansonsten sieht es für die Währung mit einem schwachen Wirtschaftswachstum und bevorstehenden Wahlen eher trübe aus.

### **Erste Zinssenkung in Südafrika wohl erst nach den Wahlen**

Die Parlamentswahlen am 29. Mai sind das derzeit dominierende Thema in Südafrika. Die jüngsten Umfragen deuten dabei auf einen Verlust der absoluten Mehrheit des regierenden ANC hin, auch wenn sich Präsident Ramaphosa zuversichtlich zeigt, diese Mehrheit zu verteidigen. Eine Umfrage ([Ipsos](#)) sah den ANC zuletzt sogar nur noch bei einem Stimmenanteil von rund 40%. Aber auch bei solch einem Absturz von den 2019 noch erreichten knapp 58% führt bei der Regierungsbildung kein Weg an dem ANC vorbei. Die beiden größten Oppositionsparteien DA (Democratic Alliance) und EFF (Economic Freedom Fighters) dürften gemäß der Ipsos-Umfrage jeweils etwa 20% erringen, eine Zusammenarbeit beider Parteien ist aber auszuschließen. Die für Südafrika und den ANC ungewohnte Suche nach einem Koalitionspartner dürfte für einige Unsicherheiten sorgen, die auch am Rand nicht spurlos vorüber gehen sollten.

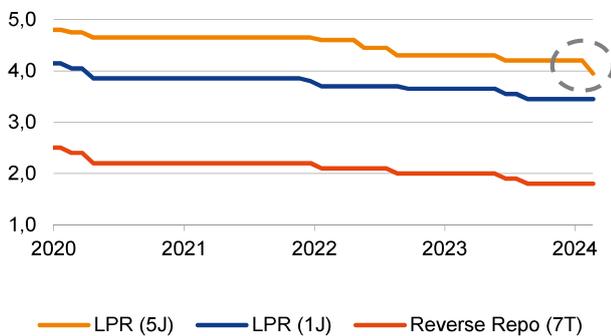
### **ANC droht Verlust der absoluten Mehrheit**

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

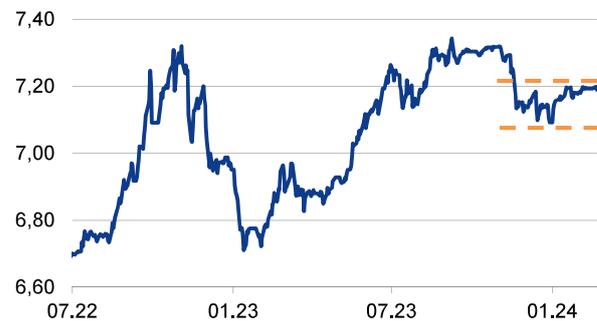
### **China: Zinssenkung läuft ins Leere**

Auch nach Ende der Neujahrsfeierlichkeiten nimmt der Handel nur langsam Fahrt auf. Chinas Notenbank hat sich bemüht, mit einer Zinssenkung die Stimmung aufzuheben, die Lockerung ist an den Börsen aber spurlos verpufft. Die Zinssenkung fiel mit 25 Basispunkten großzügig aus, sie betrifft aber (nach Ansicht der Märkte) den falschen Leitzins. Die fünfjährige Loan Prime Rate ist Basis für Hypotheken und zielt damit auf die Stimulierung des Immobilienmarktes. Der für die breite Kreditvergabe relevante einjährige LPR-Satz wurde unverändert belassen. Diese Asymmetrie interpretieren die Märkte so, dass Peking keinen Anlass sieht, der Gesamtwirtschaft unter die Arme zu greifen; es geht weiterhin nur um Hilfen für den Immobilienmarkt. Dessen fragile Lage hat zwar große Bedeutung für das Land, seine Probleme sind aber struktureller Natur und lassen sich nicht durch Geldpolitik lösen. Die schwache Nachfrage nach neuen Wohnungen liegt weder an zu hohen Kreditkosten noch am fehlenden Zugang zu Finanzierungen, sondern am Misstrauen potenzieller Käufer aufgrund der Schieflage etlicher Immobilienentwickler.

### **Das Jahr des Drachen startet mit einer Zinssenkung**

**ASYMMETRISCHE ZINSENKUNG ZIELT AUF IMMOBILIENMARKT**  
 VERSCHIEDENE LEITZINSEN, IN %


Quelle: LSEG, DZ BANK

**YUAN-STÄBILITÄT WIDERSPRICHT FUNDAMENTALEM UMFELD**  
 USD-CNY


Quelle: LSEG, DZ BANK

Die Mischung aus globalem USD-Aufbäumen aufgrund der verschobenen US-Leitzinswende und Lockerung der Geldpolitik in China klingt nach einer Aufforderung zu einer deutlichen USD-CNY-Bewegung. Dass sich das Währungspaar dennoch seit November unauffällig zwischen 7,10 CNY und 7,20 CNY hält, lässt tief blicken. Die Stabilität verdankt der Yuan Chinas Staatsbanken. Dabei geht es ausdrücklich nicht um Interventionen der Währungsbehörde SAFE, sondern um „freiwillige“ Stützungskäufe der Geschäftsbanken, die auf „gut gemeinte Hinweise“ der Regierung reagieren. Dies verhindert nicht nur größere Kursverluste, es lässt auch die Liquidität im Yuan-Handel austrocknen. Hierzu gibt es zwar keine Daten, doch die anekdotische Evidenz (auch bekannt als Hörensagen) lässt darauf schließen, dass die Drohkulisse aus Peking stark genug ist, um die politisch gewünschte Stabilität der Währung zu garantieren. Der nächste Meilenstein ist der jährliche Nationale Volkskongress ab dem 5. März, auf dem die Parteiführung u.a. die Wachstumsziele festlegt, aber auch den übergeordneten Rahmen der Wirtschaftspolitik skizziert.

**Peking sorgt für FX-Stabilität – mit freundlicher Unterstützung der Geschäftsbanken**

**Nationaler Volkskongress ab 5. März**

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

**Brasilien & Mexiko: Geldpolitische Wenden zeichnen sich ab**

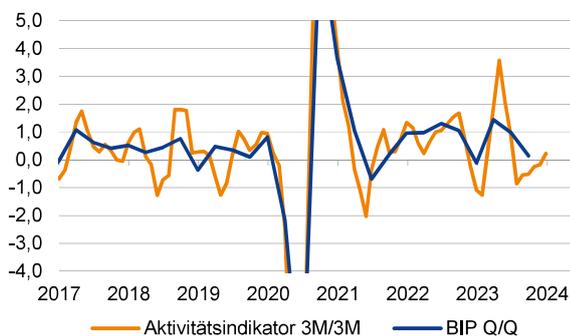
Noch kann in Brasilien das Kapitel 2023 nicht zugeschlagen werden. Erst Anfang März werden hier die BIP-Zahlen für das Schlussquartal veröffentlicht. Die bereits vorliegenden monatlichen Zahlen des Indikators für die gesamtwirtschaftliche Aktivität deutet mit einem Quartalsanstieg um 0,2% (Q/Q) zwar nur auf ein schwaches Wachstum hin. Dies wurde allerdings vor allem durch einen guten Dezember erreicht (+0,8% M/M). Damit ging die Wirtschaft mit einer ordentlichen Dynamik in das neue Jahr. Bestätigt wurde dies durch die Einkaufsmanagerindizes, die im Januar merklich zulegen und sowohl für das Verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor den höchsten Stand seit mehr als einem Jahr erreichten. Dass das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr dennoch merklich niedriger als noch 2023 ausfallen dürfte, ist vor allem der sehr guten Ernte im letzten Jahr geschuldet, die sich so nicht wiederholen lassen wird. Eine robuste Lage zeigt sich auch bei der Arbeitslosenquote, die im Dezember mit 7,4% auf ein seit 2015 nicht mehr gesehenes Niveau gesunken ist. Dies ermöglicht allerdings auch üppige Lohnforderungen, die der Notenbank, aufgrund der möglichen inflationären Folgen, Kopfzerbrechen bereiten.

**Brasilien liefert über den Jahreswechsel gute Wirtschaftsdaten**

Die Banco Central do Brasil hat Ende Januar erwartungsgemäß den Leitzins erneut um 50 Bp gesenkt und ebenso erwartungsgemäß für die kommenden Sitzungen weitere gleichartige Schritte angekündigt. Erste Hinweise auf ein nachlassendes Lockerungstempo brachte dann jedoch das Protokoll dieser Sitzung. Darin warnten die Notenbanker vor der Lohndynamik und dem Kostenanstieg im Dienstleistungssektor. Dies deutet darauf hin, dass das Lockerungstempo perspektivisch, vermutlich ab Mitte des Jahres, reduziert wird oder die Zinssenkungen sogar (vorläufig) eingestellt werden. Wir vermuten letzteres, da die Notenbank an einer grundsätzlich restriktiven Geldpolitik festhalten will. Entsprechend wird der Real wohl noch eine geraume Zeit durch ein hohes Zinsniveau gestützt werden.

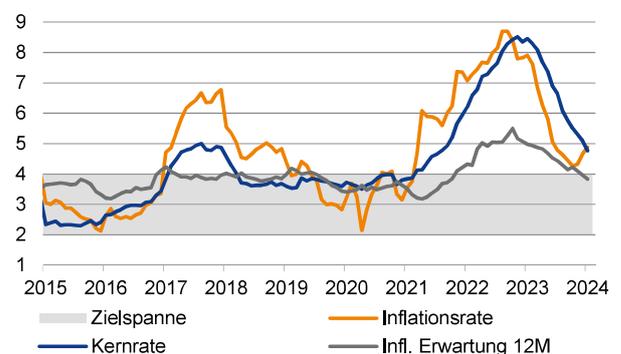
### Erste vorsichtige Signale der Notenbank

IN BRASILIEN RETTET EIN GUTER DEZEMBER DAS QUARTAL  
IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PREISTREND IN MEXIKO BLEIBT HARTNÄCKIG  
IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, Banco de México, DZ BANK

In ihrer Stellungnahme nach der Zinsentscheidung Anfang Februar, bei der der Leitzins erwartungsgemäß unverändert gelassen wurde, hat die Banco de México (Banxico) ihre Formulierung bezüglich des weiteren Zinsausblicks geändert. Die Sprachregelung, wonach der Leitzins noch eine Weile auf dem hohen Niveau bleiben müsse, wurde gestrichen und stattdessen will die Notenbank bei den nächsten Sitzungen über eine Anpassung des Leitzinses entscheiden. Damit hat die Banxico die Tür für die von uns erwartete erste Zinssenkung Mitte März geöffnet. Vollständig am Geldmarkt eingepreist ist ein solcher Schritt aber noch nicht, zumal die jüngsten Preiszahlen etwas höher ausfielen, als von den Marktbeobachtern und der Notenbank erwartet, so dass für eine Anpassung der Geldpolitik etwas Wortakrobatik erforderlich ist. Derzeit betonen die Geldpolitiker daher vor allem, dass sich der Preisauftrieb in der Kernrate verlangsamt habe. Mit einer ersten Zinssenkung ist es aber nicht getan, angesichts der nach allen Maßstäben spürbar restriktiven Geldpolitik besteht insgesamt ein deutlicher Zinssenkungsspielraum. Bei den jüngsten Auftritten hatten die Banxico-Vertreter aber deutlich gemacht, dass der Zinssenkungsprozess graduell erfolgen werde, und auch Pausen möglich sind. Entsprechend fallen auch unsere Prognosen aus. Zeichen für einen nur zögerlichen Zinssenkungsprozess in Mexiko könnte bereits bei der Mai-Sitzung eine Pause sein, was im Vorfeld der Wahlen Anfang Juni auch ins politische Umfeld passen würde. Anschließend gehen wir aber von weiteren Lockerungen aus, die der Notenbank erleichtert werden, wenn dann auch die Fed aktiv wird. Mit Blick auf den 12-Monats-horizont halten wir unsere Leitzinsprognose allerdings bereits seit Dezember unverändert bei 9%, was faktisch eine leichte Verschiebung der von uns erwarteten Zinssenkungen in die Zukunft bedeutet. Beim Lockerungspfad wird damit der Unterschied zur brasilianischen Notenbank deutlich ins Auge fallen, die nach ihrem ersten Schritt im August letzten Jahres bei jeder Sitzung ihren Leitzins um 50 Bp gesenkt hat.

### Banxico vor erster Lockerung

Konjunktur, Geldpolitik und die Wahlen im eigenen Land, sind alles wichtige Faktoren, der Elefant im Raum ist für den Peso aber die Präsidentschaftswahl in den USA. Bereits der US-Wahlkampf 2016 hatte mit zahlreichen Ausfällen des damaligen Kandidaten Trump gegen Einwanderer und Forderungen nach Zöllen den Peso belastet. Die Wahl im November 2016 quitierte der Peso dann mit einem Tagesverlust von etwa 8%. Diese scharfe Reaktion war zwar vor allem auch eine Folge des überraschenden Wahlausgangs, ist aber auch ein Hinweis auf die möglichen negativen Folgen einer neuerlichen Trump-Präsidentschaft für den Peso.

## **US-Wahlen Risikofaktor für den Peso**

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

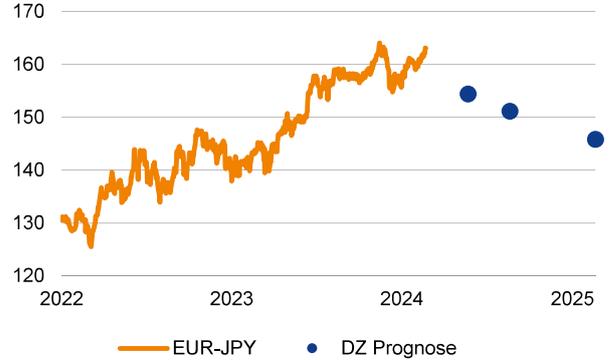
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



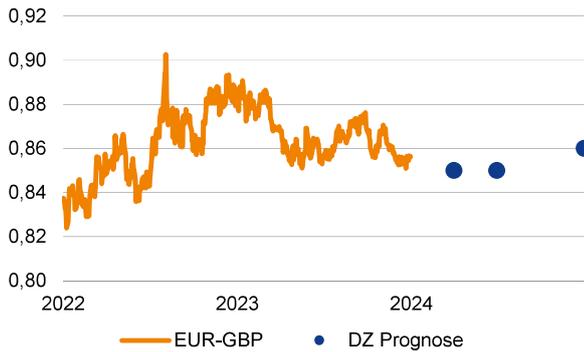
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



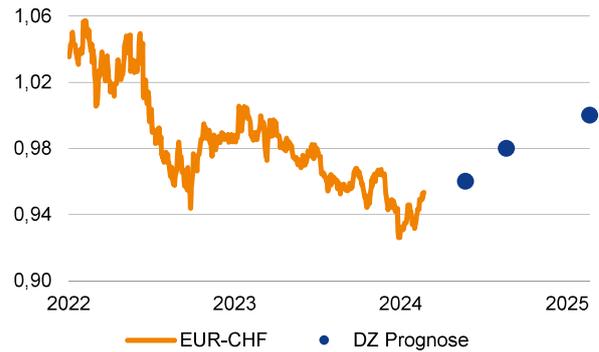
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



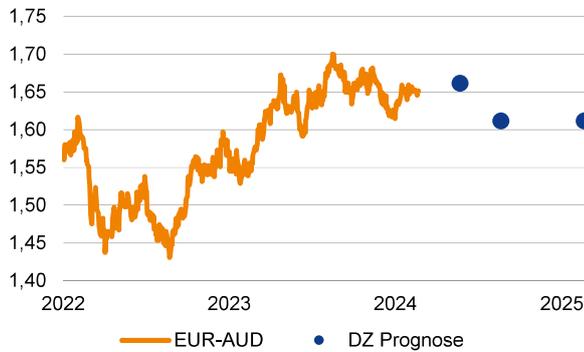
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



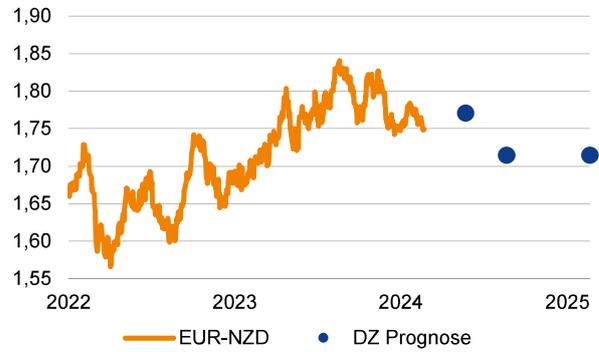
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



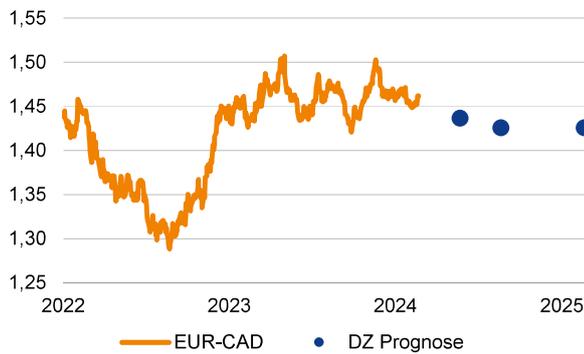
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



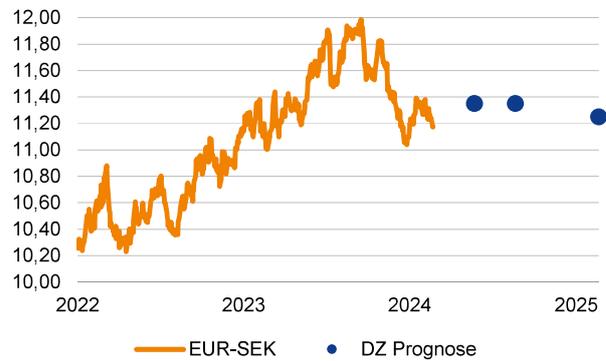
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



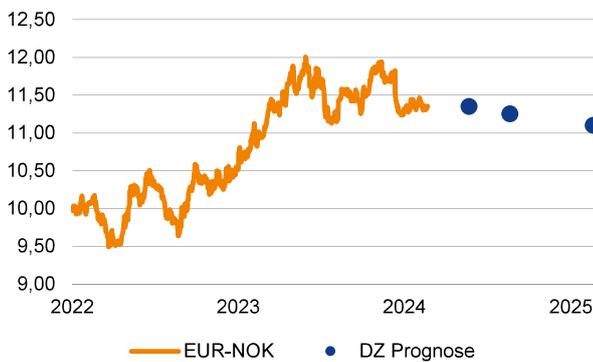
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



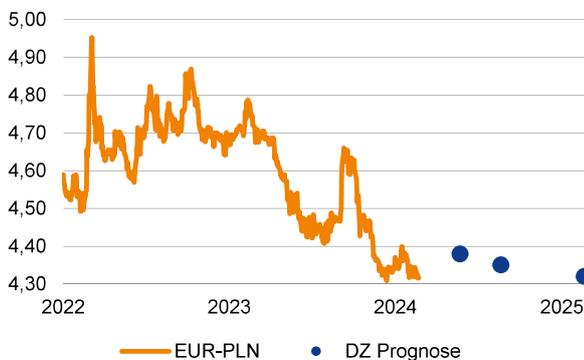
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



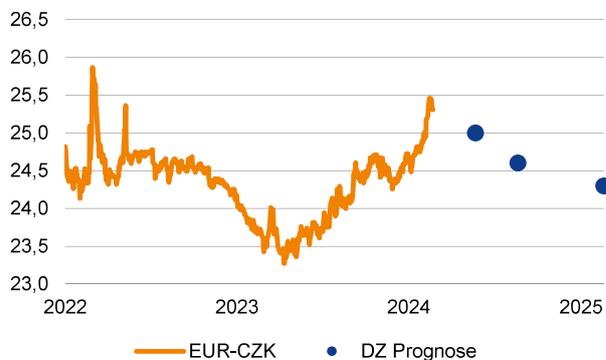
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



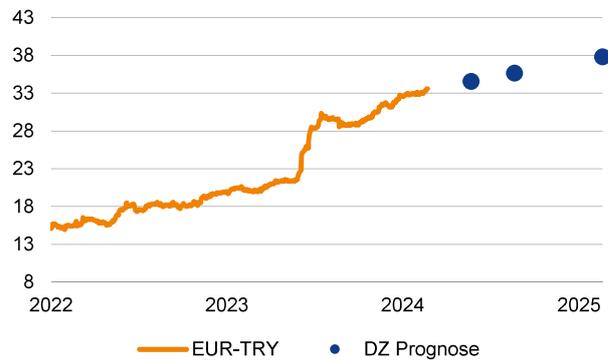
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



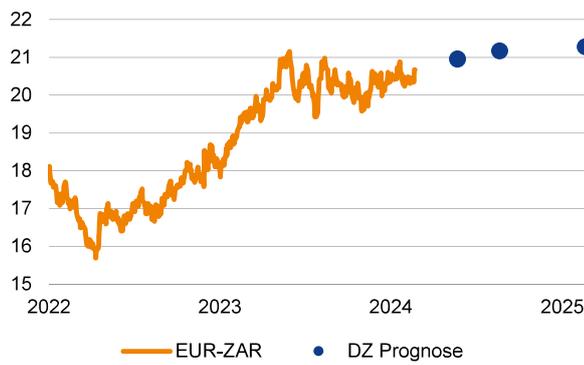
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY**



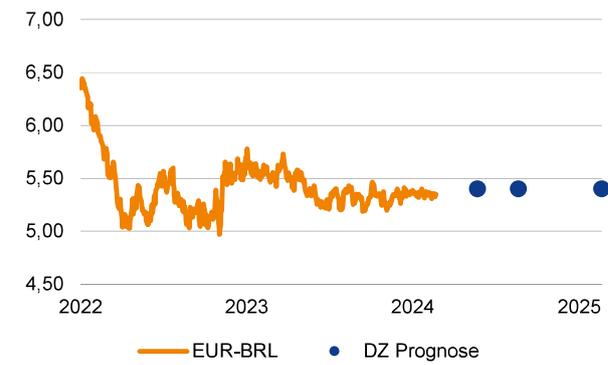
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

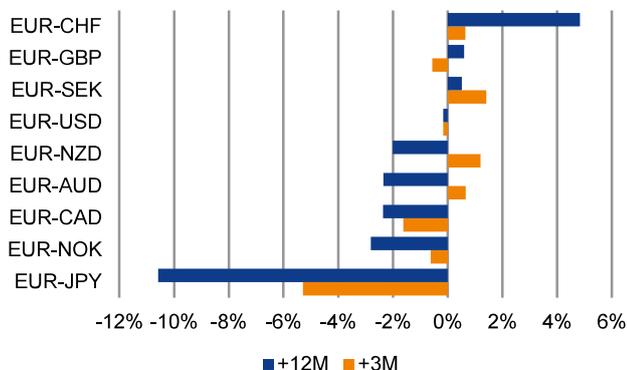
**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

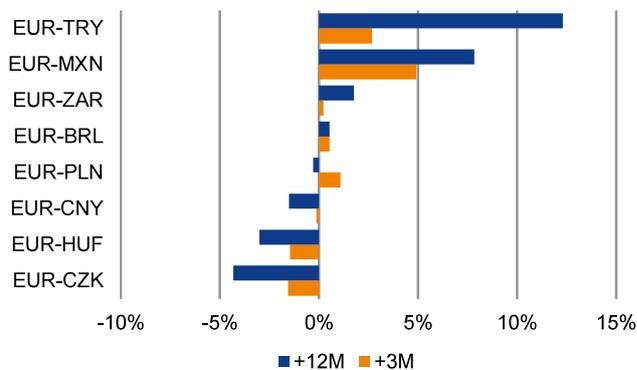
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0817	1,08	1,08	1,08
EUR/GBP	0,8549	0,85	0,85	0,86
EUR/JPY	163,06	154	151	146
EUR/CHF	0,9539	0,96	0,98	1,00
EUR/AUD	1,6506	1,66	1,61	1,61
EUR/NZD	1,7494	1,77	1,71	1,71
EUR/CAD	1,4601	1,44	1,43	1,43
EUR/NOK	11,42	11,35	11,25	11,10
EUR/SEK	11,19	11,4	11,4	11,3
EUR/PLN	4,3331	4,38	4,35	4,32
EUR/CZK	25,40	25,0	24,6	24,3
EUR/HUF	388,7	383	380	377
EUR/TRY	0,00	34,6	35,6	37,8
EUR/ZAR	20,91	21,0	21,2	21,3
EUR/CNY	7,7867	7,78	7,72	7,67
EUR/BRL	5,3719	5,40	5,40	5,40
EUR/MXN	18,53	19,4	19,8	20,0

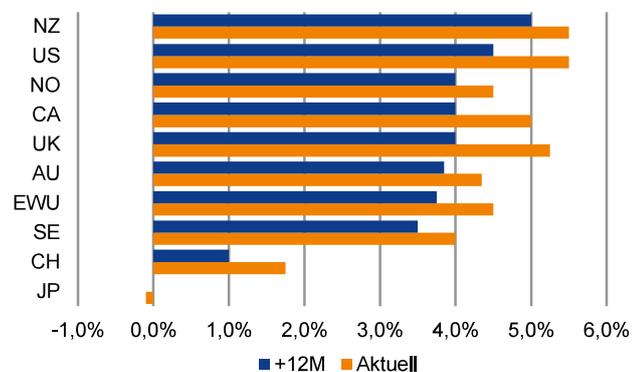
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0817	1,08	1,08	1,08
GBP/USD	1,2654	1,27	1,27	1,26
USD/JPY	150,74	143	140	135
USD/CHF	0,8818	0,89	0,91	0,93
AUD/USD	0,6553	0,65	0,67	0,67
NZD/USD	0,6183	0,61	0,63	0,63
USD/CAD	1,3498	1,33	1,32	1,32
USD/NOK	10,56	10,51	10,42	10,28
USD/SEK	10,35	10,5	10,5	10,4
USD/PLN	4,0058	4,06	4,03	4,00
USD/CZK	23,48	23,1	22,8	22,5
USD/HUF	359,4	355	352	349
USD/TRY	0,00	32,0	33,0	35,0
USD/ZAR	19,33	19,4	19,6	19,7
USD/CNY	7,1986	7,20	7,15	7,10
USD/BRL	4,9662	5,00	5,00	5,00
USD/MXN	17,13	18,0	18,3	18,5

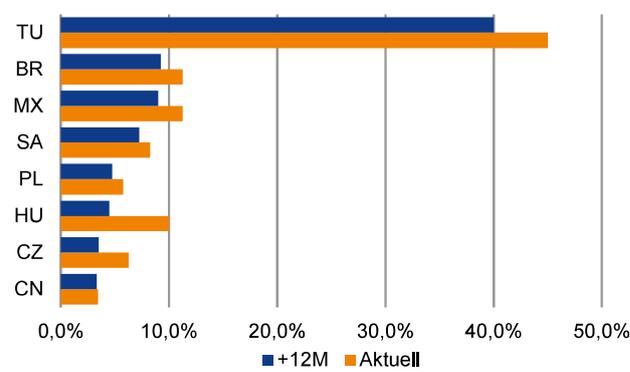
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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
<b>Euroraum</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	0,8	1,5	0,1	0,3	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	2,5	2,1	2,5	2,3	2,4	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,6	-2,5	-2,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,1	2,1	2,4				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	2,2	3,0	2,8	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	3,0	2,6	3,1	3,1	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,2	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,1	-3,3				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,8	1,0	1,0	0,0	1,1	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,2	1,4	2,6	2,5	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,1	3,1	3,1				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,5	1,2	0,0	0,2	0,6	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,9	2,3	3,5	2,2	2,5	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,3	-4,0	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,4	-2,9	-3,3				
<b>Schweiz</b>							
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				
<b>Australien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,2	2,6	1,1	1,0	1,2	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,2	2,9	3,5	3,2	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,3	-2,4	-0,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	-0,2	-1,8				
<b>Neuseeland</b>							
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				
<b>Kanada</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	0,8	2,6	0,0	0,2	1,1	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	3,0	2,4	3,1	2,7	2,7	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	-2,4	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-1,4	-1,7				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,3	-0,1	2,1	-1,3	-0,3	0,4	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	8,5	2,5	1,7	4,2	2,5	1,9	1,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,0	-0,9	-0,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,1	4,4	4,4				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	0,5	2,0	-0,5	0,3	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	2,9	2,0	4,3	2,6	2,7	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	15,8	7,2	4,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	16,6	13,0	10,9				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

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

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto: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](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

**Verantwortlich für den Inhalt:** Dr. Jan Holthausen, 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

### 4.3 Aktienindizes

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

### 4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

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

<b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b>	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
<b>Vertrieb Finanzinstitutionen</b>	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
<b>VRB Vertrieb Eigengeschäft</b>	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
<b>GenoBanken Gesamtbanksteuerung</b>	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
<b>Firmenkunden</b>	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
<b>Emittenten (DCM)</b>	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
<b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de