



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Sinkende Leitzinsen – neue Rahmenbedingungen für das Währungsgefüge

Ein Unsicherheitsfaktor für unseren Devisenausblick ist, wer künftig ins Weiße Haus einziehen wird. Normalerweise haben politische Börsen zwar kurze Beine, das heißt, die Auswirkungen der US-Präsidentschaftswahl auf die Finanzmärkte sollten nur kurzfristiger Natur sein. In diesem Fall könnte sich die Börsenweisheit jedoch als falsch erweisen. So haben radikale Wahlprogramme durchaus das Potenzial, die Finanzmärkte auch längerfristig zu beeinflussen. Wenn eine deutlich veränderte Wirtschaftspolitik sich auf die konjunkturelle Entwicklung, die Inflation oder die fiskalpolitische Situation auswirkt, dürften die Folgen auch an den Devisenmärkten spürbar sein. Sollte Trump tatsächlich die Präsidentschaftswahl gewinnen, dürfte der US-Dollar zunächst durch den kurzfristigen wohl aber kurzlebigen Wachstumsimpuls profitieren. Ein Anstieg der Inflation und ein Stillhalten der Fed im Zinssenkungszyklus würde ebenfalls unterstützend auf den Greenback wirken. Mittelfristig wären die Auswirkungen einer Wiederwahl Trumps auf den Dollar allerdings ungewiss. Denn eine nachlassende Konjunktur sowie ein sich ausweitendes Haushaltsdefizit könnten zum Problem für den Dollar werden.

Entspannung erwarten wir bei den weiteren Verläufen der Inflationsraten. Zwar dürfte sich der Preisauftrieb in der Türkei und China noch etwas beschleunigen, bei allen übrigen Staaten unserer Coverage sollte sich die Teuerung im laufenden Jahr gegenüber 2023 abschwächen aber noch überwiegend über den Zielwerten der Notenbanken verharren. Erste Leitzinssenkungen wurden bereits in der Schweiz, Polen, Ungarn, Brasilien und Mexiko vorgenommen. Mit Ausnahme der Bank of Japan, deren Leitzins noch geringfügig angehoben werden dürfte, sollten alle übrigen Zentralbanken spätestens auf Jahresfrist den Zinssenkungszyklus eingeleitet haben.

Unser Währungsausblick

Auf Basis unserer Prognosen ist der attraktivste Wechselkurs auf Sicht von drei Monaten der brasilianische Real. Auf den mittleren Horizont und auch auf Jahresfrist schneidet der Kiwi-Dollar am besten ab. Neben diesen Währungen bieten noch Austral- und Kanada-Dollar, Yen, Forint, sowie die norwegische, tschechische und schwedische Krone durchweg Aufwertungspotenzial zum Euro. Stärkere Verluste sollten sich hingegen bei den Schwellenländerwährungen Rand, Peso und türkische Lira einstellen.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
19.4.2024 15:55 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro zeigt sich resilienter als man denkt	2
USA: Dollar-Dominanz wohin das Auge schaut	3
Japan: Zwischen BoJ-Politik und Interventionsangst	4
Großbritannien: Inflation nähert sich dem Zielwert, Hoffnung auf Zinssenkung steigt	5
Schweiz: SNB vs. EZB = keine dauerhafte Divergenz, nur Zeitverschiebung	7
Australien & Neuseeland: Inflationsdaten im Fokus	8
Kanada: Weichen für Zinssenkung im Sommer gestellt	9
Skandinavien: Behutsame Leitzinssenkungen voraus	10
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Geopolitische Risiken dominieren das Geschehen	13
Türkei & Südafrika: Vom internationalen Umfeld unterschiedlich getroffen	14
China: Exportoffensive verfälscht Wachstumsbild	16
Brasilien & Mexiko: Geschüttelt von Anpassung der US-Zinserwartungen	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

AUF KURZE FRIST REAL VORN – LÄNGERFRISTIG IST DER KIWI-DOLLAR INTERESSANT ERWARTETE WECHSELKURSVERÄNDERUNG ZUM EURO IN PROZENT

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

Quelle: LSEG, DZ BANK

Editor:
Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro zeigt sich resilienter als man denkt

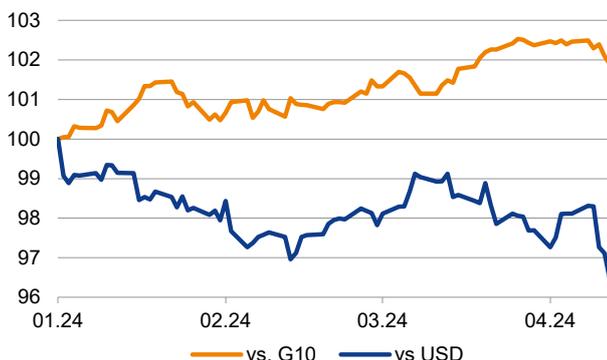
Blickt man auf EUR-USD scheint sich einmal mehr zu beweisen, dass dem Euro nichts so recht gelingen will. Seit dem 8. März hat die Gemeinschaftswährung 2,7% gegenüber dem Dollar verloren. Allerdings lohnt sich auch hier (wie so oft) ein Blick über den Tellerrand. Wie die linke Grafik unten zeigt, hat der Euro zwar gegenüber dem Greenback deutlich an Wert verloren, sich jedoch im G10-Universum insgesamt wesentlich stärker gezeigt. Wie an dieser Stelle schon mehrmals angesprochen, dürfte dies nicht zuletzt an der Entwicklung des EWU-Surprise-Indikators gelegen haben, der sich in diesem Jahr nach langer Zeit endlich wieder einigermaßen stabil oberhalb der Nulllinie befindet. Von konjunktureller Euphorie sind wir sicherlich sehr weit entfernt, aber die Lage hat sich auf niedrigen Niveaus stabilisiert und die schlechten Nachrichten sind eingepreist (zur Erinnerung: Der Index misst den Unterschied zwischen Realität und Erwartungen. Wenn er ansteigt, bedeutet das zwar nicht, dass sich die Lage verbessert hat, zeigt jedoch, dass sich die Markterwartungen angepasst haben).

Dass der Euro insbesondere im Vergleich zum Dollar das Nachsehen hat, liegt vor allem an der allgemeinen Stärke des Dollars und der zuletzt zunehmenden Spekulation über den künftigen Pfad der US-Geldpolitik (siehe USD-Text). Interessanterweise ist die Korrelation zwischen EUR-USD und den US-Leitzinserwartungen wesentlich ausgeprägter. Die Erwartungen vis-a-vis der EZB haben in den vergangenen Monaten eine eher untergeordnete Rolle gespielt, was vor allem daran liegen dürfte, dass der Markt grundsätzlich davon auszugehen scheint, dass die EZB der Fed entweder hinterherhinkt oder maximal folgt. Eine Variante, in der die EZB den Ton angibt und zuerst agiert, scheint in den Augen vieler Beobachter nicht möglich. Die Wahrscheinlichkeit, dass jedoch genau dies passiert, ist zuletzt gestiegen und dürfte ebenfalls als Belastungsfaktor für den Euro gewirkt haben.

Euro verliert gegenüber dem Dollar an Wert, zeigt sich im G10-Vergleich jedoch überraschend solide

Die Erkenntnis, dass die EZB vielleicht doch ohne Rückendeckung der Fed agieren wird, belastet den Euro

EURO: SCHWACH VS. USD, SOLIDE IM G10-VERGLEICH
EURO VS. G10 BZW. USD (INDEX JAN24=100)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

EWU-SURPRISE INDEX STEIGT
SURPRISE INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wie es in den kommenden Wochen für den Euro weiter geht, dürfte zumindest im Verhältnis zum US-Dollar fast ausschließlich von den (Inflations-) Entwicklungen in den USA und den geopolitischen Gegebenheiten abhängen. Ein weiteres Auspreisen von Fed-Zinssenkungserwartungen bzw. ein Einpreisen des Krisenfalls im Mittleren Osten würde fraglos in niedrigeren EUR-USD-Notierungen münden.

EUR-USD befindet sich am Scheideweg: alles hängt nun von den nächsten US-Preiszahlen und der geopolitischen Lage ab

Dabei hätte eine geopolitische Eskalation sicherlich das größere Potential für dynamische Ausschläge zu sorgen. Gelingt es hingegen den Ernstfall zu vermeiden und zeigt sich, dass der Preisdruck in den USA tendenziell eher nachlässt, dürfte es dem Euro gelingen sich auch gegenüber dem Dollar wieder stärker zu zeigen.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

USA: Dollar-Dominanz wohin das Auge schaut

Die Spekulationen über den geldpolitischen Pfad der Fed nehmen kein Ende. Nachdem der Markt im ersten Quartal felsenfest davon überzeugt war, dass Leitzinssenkungen schnell und aggressiv erfolgen würden, ist die am häufigsten gestellte Frage derzeit, ob die Fed überhaupt senken wird. Grund hierfür ist die Entwicklung der Inflationsrate, die zuletzt erneut gestiegen ist. Dies, in Kombination mit dem starken Wachstum, dem robusten Arbeitsmarkt und einigen hawkishen Töne seitens der Fed hat zuletzt zu einem deutlichen Auspreisen von Zinssenkungen am Markt geführt. Ein stärkerer Dollar und steigende Renditen am amerikanischen Rentenmarkt waren beziehungsweise sind die Folge.

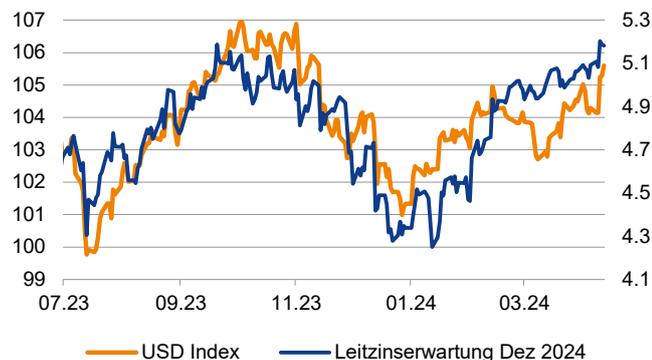
Der Fokus der kommenden Wochen und Monaten wird nun fast ausschließlich auf den Preisdaten aus den USA liegen. Ende April steht auch gleich ein (neues) Schwergewicht auf der Agenda: der Personal Consumption Expenditure Index (PCE). Er hat in der Vergangenheit wenig Beachtung am Markt gefunden, für die Fed ist er jedoch das präferierte Inflationsmaß. Während der klassische CPI zuletzt wieder gestiegen ist, ist der PCE weiter gefallen – zumindest bislang, die Daten für März stehen ja noch aus. Die Divergenz entsteht unter anderem durch die unterschiedliche Gewichtung der Mietpreise, die im CPI eine wesentlich größere Rolle als im PCE spielen. Sollte der PCE für März einen weiterhin nachlassenden Preisdruck bestätigen, wäre dies ein wichtiges Signal für die Fed (und den Markt). Eine Verschlechterung hingegen würde auch unsere Fed-Prognose ernsthaft in Gefahr bringen. Denn wenngleich die Fed sicherlich Motive hat den Leitzins zu senken und damit den restriktiven Impuls, der aktuell von ihrer Politik ausgeht, abzumildern, wird sie nur handeln können, wenn klar ist, dass der Preisdruck weiter fällt.

Das Auspreisen von Zinssenkungserwartungen hat den Dollar beflügelt

Der Fokus liegt nun fast ausschließlich auf den US-Preisdaten

ZINSSenkungSERWARTUNGEN TREIBEN DEN DOLLAR VOR SICH HER

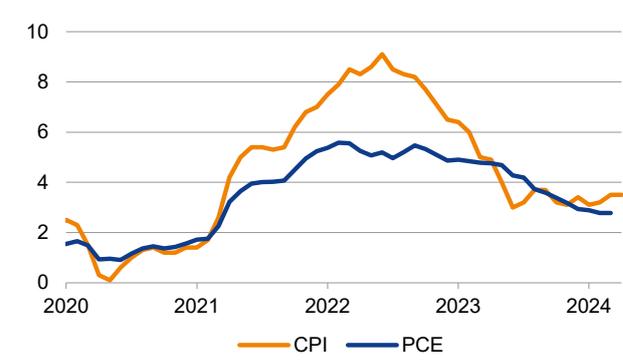
LS: USD INDEX; RS: LEITZINSERWARTUNG (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FOKUS LIEGT AUF DEM PCE-INDEX

CPI UND PCE, IN PROZENT (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der Dollar hat (wenig überraschend) positiv auf die jüngsten Entwicklungen reagiert. Nach wie vor spielt das Aus- und Einpreisen von Zinssenkungserwartungen eine gewichtige Rolle für ihn und dominiert auch eindeutig das Währungspaar EUR-USD. Sollte sich am Markt die Überzeugung durchsetzen, dass die Fed nicht in der Lage sein wird den Leitzins zu senken, wäre dies fraglos auch positiv für den Dollar. Zumindest kurzfristig dürfte der Dollar also auf jeden Fall weiterhin solide unterwegs sein. Mehrt sich jedoch die Evidenz, dass der Preisdruck in den USA weiter nachlässt, dürfte das erneute Einpreisen von Zinssenkungen den Dollar auch wieder belasten.

Die kommenden Wochen/Monate könnten für den Greenback also zum Wechselbad der Gefühle werden – zumal neben den geldpolitischen Unsicherheiten ja auch noch die Präsidentschaftswahlen ihre Schatten vorauswerfen. Insgesamt gehen wir weiterhin davon aus, dass sich der Dollar im weiteren Jahresverlauf gut behaupten kann, jedoch nicht das Potenzial hat eine nachhaltige Aufwertung zu erzielen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der positive Ausblick auf die Wirtschaft mittlerweile voll eingepreist ist und von dieser Seite her sogar eher die eine oder andere Enttäuschung auf ihn wartet. Insbesondere wenn man bedenkt wie einseitig (positiv) der Markt derzeit auf die USA schaut.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Japan: Zwischen BoJ-Politik und Interventionsangst

Vor knapp einem Monat hat die Bank von Japan (BoJ) einen wichtigen Schritt gemacht und die längst überfällige Entscheidung getroffen, sich von ihren Negativzinsen zu verabschieden. Von einer echten Normalisierung der Geldpolitik ist sie noch immer weit entfernt, nicht zuletzt, da sie weiterhin japanische Staatsanleihen in unverändertem Umfang kaufen will. Mit ihrem betont dovishen Auftreten hat Japans Notenbank in USD-JPY den Nährboden für den jüngsten Yen-Ausverkauf bereitet, auf dem die US-Idee „Higher for Longer“ seitdem wie Unkraut wuchert. Dass USD-JPY auf ein 34-Jahreshoch bei 154,78 JPY gestiegen ist, ist ein Paradebeispiel für die geldpolitische Divergenz zwischen BoJ und Fed.

Sollte sich in den kommenden Monaten zeigen, dass die US-Notenbank doch früher zur Leitzinswende nach unten ansetzt als der Markt ihr derzeit zutraut, wäre dies ein Game Changer für USD-JPY. Auch wenn der Zinsvergleich zwischen den USA und Japan auf absehbare Zeit weiter zugunsten des US-Dollars ausfallen sollte, könnte der zu erwartende, steile Rückgang der US-Treasury-Renditen für eine neue Richtung in USD-JPY sorgen. Das DZ BANK Research rechnet innerhalb der nächsten sechs Monate mit um gut 90 Bp niedrigeren US-Renditen (10J, Staatsanleihen) – das dürfte an USD-JPY nicht spurlos vorübergehen. Yen-positive Impulse auf japanischer Seite könnten überraschenderweise von der BoJ oder (weniger überraschend) vom Finanzministerium kommen. Wir denken dabei an die neuen Inflationsprojektionen bzw. Interventionen zur Yen-Unterstützung.

Der nächste Meilenstein ist die BoJ-Sitzung am 25./26. April bzw. die dort vorgestellten neuen Inflations- und Wachstumsprojektionen. Mit einer Leitzinsanhebung ist dann nicht zu rechnen, das skizzierte Preisumfeld könnte aber wichtige Hinweise über die mittelfristigen Pläne der Notenbank liefern. Im Januar hatte die BoJ noch eine Inflation von je 1,9% für die Fiskaljahre 2024 und 2025 unterstellt (CPI-Kernrate ohne frische Nahrungsmittel, J/J). Seitdem haben die Ergebnisse der Shunto-

Solange keine endgültige Entwarnung an der Inflationsfront vermeldet werden kann, wird der Dollar auf festem Boden stehen

Mittelfristig sollten sich die aktuellen Spekulationen über "higher for longer" jedoch als fehlgeleitet erweisen

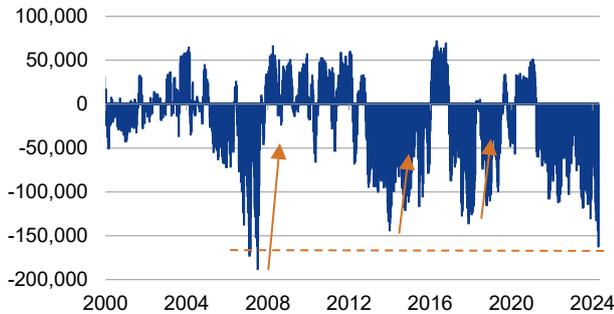
Geldpolitische Divergenz treibt USD-JPY auf 34-Jahreshoch

Erwarteter US-Renditerückgang stellt Weichen für USD-JPY

Neue BoJ-Projektionen Ende April

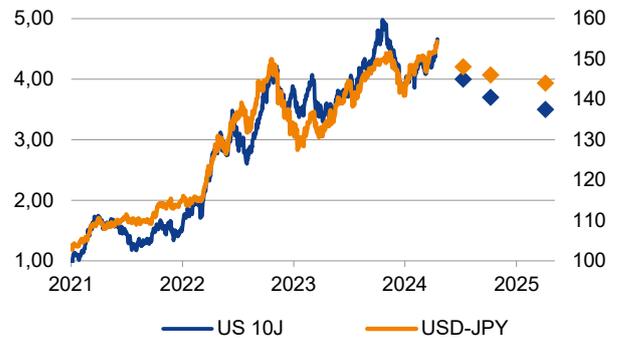
Tarifrunde die Aussicht auf ein anhaltendes Lohnwachstum verbessert, was eine Anhebung der Inflationserwartungen wahrscheinlich macht.

SHORT-ENGAGEMENTS AUF KORREKTURANFÄLIGEM NIVEAU SPEKULATIVE JPY-POSITIONIERUNG, NETTO, ANZAHL KONTRAKTE



Quelle: CFTC, DZ BANK

ERWARTETER US-ZINSRÜCKGANG STELLT WEICHEN IN USD-JPY RENDITE US-STAATSANLEIHEN (L.S.) IN % UND USD-JPY (R.S.) INKLUSIVE PROGNOSEN DZ BANK



Quelle: LSEG, DZ BANK

Mehr beeindruckend als das BoJ-Inflationsbild dürften den Yen Eingriffe am Devisenmarkt. Die übergeordnete, fundamental gerechtfertigte Yen-Schwäche ließe sich auch durch Interventionen nicht umkehren, das hohe Tempo der jüngsten Yen-Abwertung ist dagegen destabilisierend und würde eine währungspolitische Antwort rechtfertigen. Das eigentliche Kursniveau ist dabei nicht entscheidend, und es gibt auch keine „Schmerzgrenze“ - so gerne der Markt auch bestimmte runde Marken (z.B. 155 JPY oder 160 JPY in USD-JPY) als vermeintlich wichtige Hürde anvisiert. Sollten Japans Offizielle jedoch auf Gegenwehr verzichten, käme dies einem Freifahrtschein für eine Fortsetzung des Yen-Ausverkaufs gleich. Ohne Interventionen ist es wohl nur eine Frage der Zeit, bis wir über USD-JPY-Notierungen jenseits von 160 JPY sprechen. Auf der anderen Seite bietet die aktuelle Marktpositionierung den perfekten Nährboden für einen Short Squeeze zugunsten des Yen. Der Überhang an spekulativen Yen-Short-Engagements ist auf extremem Niveau und so hoch wie zuletzt 2007. Positionsglattstellungen würden die durch eine Intervention ausgelöste Marktreaktion verstärken.

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

Interventionen aufgrund USD-JPY-Dynamik, aber kein Kursniveau als Schmerzgrenze

Großbritannien: Inflation nähert sich dem Zielwert, Hoffnung auf Zinssenkung steigt

Während sich die britische Wirtschaft im Jahr 2023 über mehrere Monate hinweg eher schwach entwickelte, gibt es nun Anzeichen für eine leichte Verbesserung. In der zweiten Jahreshälfte 2023 kam es zu einer leichten technischen Rezession mit einem Konjunkturrückgang um 0,1% Q/Q bzw. 0,3% Q/Q im dritten und vierten Quartal. Obwohl die vorläufigen BIP-Daten für das erste Quartal dieses Jahres erst im Mai veröffentlicht werden, zeigen die jüngsten Daten des verarbeitenden Gewerbes, der Industrie und des Einzelhandels eine Verbesserung gegenüber den vorangegangenen sechs Monaten. Für das Jahr 2024 prognostiziert die DZ BANK ein positives Wachstum, allerdings mit einer schwachen Dynamik von nur 0,5% J/J.

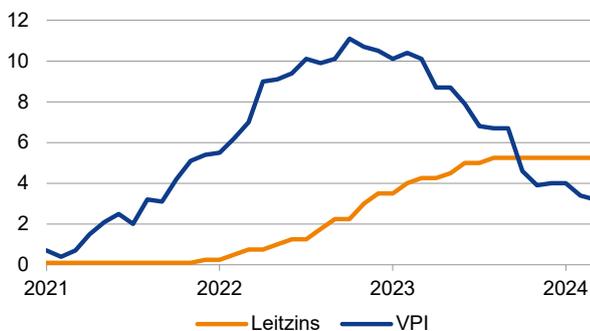
Wirtschaftlich war das Jahr 2023 kein großer Erfolg, aber inzwischen zeichnet sich eine Trendwende ab

Gute Nachrichten gibt es auch von der Inflationsseite. Die Gesamtinflation hat sich seit Juli 2023 mit aktuell 3,2% mehr als halbiert und dank der Basiseffekte ist ein weiterer Rückgang zu erwarten. In den kommenden Monaten dürfte die Gesamtinflation so weit sinken, dass sie sich dem Ziel von 2% nähert. Die Kerninflation war insgesamt stabiler, aber auch sie ist rückläufig und sank im März auf 4,2% gegenüber 5,1% im Januar (jeweils J/J). Die zweite Sorge der Bank of England (BoE), der angespannte Arbeitsmarkt, zeigt ebenfalls Anzeichen einer Abkühlung. Die Arbeitslosigkeit und die Zahl der Antragsteller auf Arbeitslosenunterstützung sind gestiegen. Die Lohnabschlüsse sind zwar immer noch höher, als es der Bank of England lieb sein dürfte, aber auch leicht rückläufig. Im Februar lag der Wert bei 6,0% J/J, gegenüber 6,1% J/J im Januar (ohne Berücksichtigung von Boni).

Die Inflation ist in den letzten sechs Monaten stark zurückgegangen und dürfte bis zum Sommer in der Nähe des Zielwerts liegen

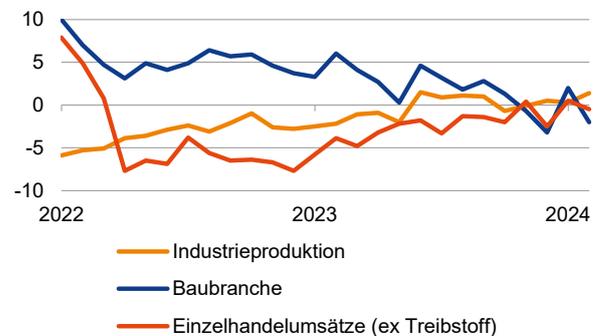
Auch der Arbeitsmarkt hat sich etwas abgekühlt

DIE INFLATION NÄHERT SICH DEM 2% J/J ZIEL UND DER LEITZINS KÖNNTE IM SOMMER GESENKT WERDEN
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

OBWOHL DIE BAUBRANCHE UNTER DEN HOHEN ZINSSÄTZEN LEIDET, VERBESSERT SICH DIE REALWIRTSCHAFT ALLMÄHLICH
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die geldpolitischen Entscheidungsträger dürften zunächst auf etwas günstigere Wirtschaftsdaten warten, bevor sie eine leichte Zinssenkung für angebracht halten. Wir gehen davon aus, dass die erste Zinssenkung um 25 Basispunkte im Juni erfolgen wird (die BoE muss nicht auf die Fed warten), auch wenn der Geldmarkt eine Wahrscheinlichkeit von etwa 50% für einen solchen Schritt einpreist. Selbst wenn die BoE ihren Zinssenkungszyklus im Juni beginnt, dürften die geldpolitischen Rahmenbedingungen insgesamt restriktiv bleiben, um dem Inflationsdruck zu begegnen.

Die BoE dürfte weitere Daten abwarten, bevor sie voraussichtlich im Juni ihren Zinssenkungszyklus einleitet

Zuletzt ist das Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar etwas unter Druck geraten. Letzterer erhielt Auftrieb durch die Erwartung, dass die Fed die Geldpolitik weniger stark lockern wird, als dies noch vor ein paar Monaten wahrscheinlich schien, sowie durch geopolitische Risikofaktoren. Im Verhältnis zum Euro war eine Seitwärtsbewegung um die Marke von 0,8550 GBP zu beobachten. Kurzfristig ist das Pfund an den Devisenmärkten mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Diese ist jedoch hauptsächlich auf externe Faktoren zurückzuführen. Dennoch dürften die sich verbessernden Fundamentaldaten auf Sicht von sechs Monaten für ein gewisses Aufwärtspotenzial des Pfund Sterling sorgen, sofern sich die geopolitische Lage nicht wesentlich verschlechtert. In einem solchen Szenario wäre der US-Dollar aufgrund seiner Eigenschaft als sicherer Hafen und seiner Liquidität im Vorteil.

Sollte sich das Pfund von den geopolitischen Risiken abkoppeln können, die den US-Dollar stützen, dürften die sich verbessernden Fundamentaldaten moderate Kursgewinne ermöglichen

Schweiz: SNB vs. EZB = keine dauerhafte Divergenz, nur Zeitverschiebung

Nach dem geldpolitischen Paukenschlag vom letzten Monat ist es vergleichsweise ruhig um den Schweizer Franken geworden. Zumindest kurz- und mittelfristig scheint der SNB-Pfad vorgezeichnet, was auch durch neue Daten zur Preisentwicklung bestätigt wurde. Der März war der elfte Monat in Folge, in dem die Jahreststeuerung auf Basis der Produzenten- und Importpreise im Minus lag (-2,1%); die Konsumentenpreise sind nur noch um magere 1% gestiegen. Das macht die für Juni eingepreiste SNB-Zinssenkung wenig umstritten. Und auch auf der Euro-Seite der EUR-CHF-Wechselkursmedaille hält sich der Diskussionsbedarf in Grenzen, so dass es sich das Währungspaar nach dem SNB-Schock vom März jetzt in einer neuen Wohlfühlzone um 0,97-0,98 CHF bequem gemacht hat. Dass der US-Dollar global zur Stärke neigt und seine Spuren in USD-CHF hinterlässt, kommt der Schweizerischen Nationalbank dagegen gerade recht. Während die Währungshüter damit noch vor wenigen Monaten ihre Probleme gehabt hätten, ist der USD-bedingte Abwertungsdruck auf den Schweizer Franken jetzt die perfekte Abrundung der expansiveren SNB-Zinspolitik.

Preisumfeld in der Schweiz entspannt sich weiter

Dass die SNB als erste der G10-Notenbanken die Leitzinswende eingeleitet hat, ist keine Basis für ein dauerhaftes Auseinanderdriften der Renditen, sondern eher als zeitliche Divergenz zu verstehen. Die SNB hat früher angefangen und dürfte im Juni erneut lockern, aber ab dann tanzt auch die EZB zur gleichen Musik – und das sogar länger. Auf Sicht von zwölf Monaten rechnen wir für die SNB nur noch mit Lockerungen um insgesamt knapp 0,5 Prozentpunkte, beim EZB-Einlagensatz sollen es dagegen 100 Basispunkte sein (jeweils verglichen mit heute). Damit ist die geldpolitische Divergenz zwischen SNB und EZB für uns nur ein temporärer Belastungsfaktor für den Schweizer Franken und der von uns unterstellte EUR-CHF-Anstieg sollte schon bei 1,00 CHF auslaufen.

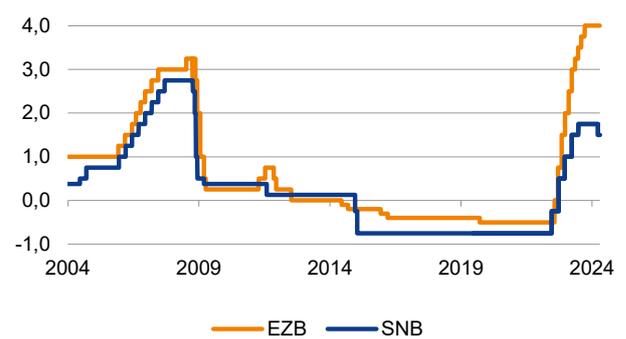
SNB-Zinssenkungen nur temporär als Belastung für den Franken

DEUTLICHE ENTSPANNUNG AN DER PREISFRONT
IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

SNB HAT ALS ERSTE GELOCKERT, ABER DIE EZB ZIEHT BALD NACH
LEITZINSEN IN %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Australien & Neuseeland: Inflationsdaten im Fokus

Gemischtes Bild bei den jüngsten Inflationsdaten in Australien: entgegen den marktseitigen Erwartungen eines leichten Anstiegs verharrte die Headline-Inflationsrate im Februar in Australien bei 3,4% (J/J), wo sie nun den dritten Monat in Folge liegt. Dagegen stieg die Trimmed Mean Inflation leicht auf 3,9% (J/J) an, während die Inflationsrate ohne volatile Posten ein wenig nachließ. Daraus neue Schlüsse für die geldpolitische Marschrichtung der australischen Notenbank (RBA) abzuleiten, ist eher fraglich – zumal bei den Februar-Daten viele Dienstleistungskategorien nicht aktualisiert wurden. Die Inflation für Dienstleistungen ist – wie in vielen anderen Ländern unserer Coverage – auch in Australien nicht so stark rückläufig wie die Güter-Inflation. Der Fokus von Marktbeobachtern und der RBA wird daher auf den vierteljährlichen Inflationszahlen liegen, die in der kommenden Woche veröffentlicht werden.

Während wir bei der RBA im Gegensatz zur EZB und Fed noch mit keiner baldigen geldpolitischen Lockerung rechnen – wir erwarten erste Zinssenkungen der australischen Notenbank im Herbst – sind auch die Geldmarktteilnehmer vorsichtig hinsichtlich erster Zinssenkungen. So ist bis zur Dezember-Sitzung der RBA mit aktuell -18 Bp nicht mal ein vollständiger Zinsschritt nach unten eingepreist. Nährboden für eine länger restriktive Geldpolitik liefert nicht nur der immer noch äußerst enge Arbeitsmarkt, sondern auch der Immobilienmarkt. Denn trotz steigender Finanzierungskosten, stiegen die australischen Häuserpreise im März den 14. Monat in Folge an. Auf der anderen Seite sind die Einzelhandelsumsätze im Februar mit +0,3% (M/M) etwas stärker als marktseitig erwartet (+0,4% M/M) eingebrochen. Im Vormonat wurde hier noch ein Umsatzplus von +1,1% (M/M) erzielt. Der australische Wachstumsmotor dürfte angesichts der Aussicht auf ein länger anhaltendes Leitzinsniveau dieses Jahr kaum gezündet werden, so rechnen wir insgesamt lediglich mit einem Wachstum von 1,3% (J/J) – womit unsere BIP-Prognose für Australien im G10-Vergleich allerdings gar nicht so schlecht dasteht.

In diesem Umfeld dürfte der „Aussie“ gegenüber dem US-Dollar auf kurze Sicht (+3M) zwar kaum aufwerten, allerdings trauen wir ihm auf mittleren (+6M) und längeren (+12M) Horizont mit Notierungen um 0,67 USD bzw. 0,69 USD durchaus Kursgewinne zu. Grund hierfür ist nicht nur die Tatsache, dass die RBA später als die Fed ihren Leitzins senken dürfte. Auch rechnen wir mit einem geringen Tempo bei den Zinssenkungen, schließlich hat die RBA im Vergleich zu den anderen Notenbanken innerhalb der G10 (mit Ausnahme natürlich der BoJ) einen nicht ganz so aggressiven Zinserhöhungszyklus gefahren.

In Neuseeland haben die jüngsten Inflationszahlen unterstrichen, dass eine schnelle Zinssenkung der RBNZ nicht wahrscheinlich ist. Die Jahresrate lag im ersten Quartal immer noch bei 4,0% und damit höher als die Projektion der Zentralbank. Hatten einige Marktbeobachter bislang noch mit ersten Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2024 gerechnet, dürfte sich der Konsens nun zunehmend auf 2025 verschieben. Die Währung konnte von der Veröffentlichung der Daten profitieren und sich zumindest kurzfristig gegen den derzeit sehr starken Dollar behaupten. Mittelfristig gestehen wir der Währung weitere Gewinne zu, was u.a. auf der Annahme basiert, dass die Fed (im Gegensatz zu den aktuellen Markterwartungen) doch in der Lage sein wird die Zinsen zu senken und dies den Kontrast zu den erst später erwarteten Senkungen der RBNZ unterstreichen sollte.

Inflationsrate im Februar verharrt erneut bei 3,4% (J/J); Q1-Inflationsdaten kommende Woche liefern vollständiges Bild

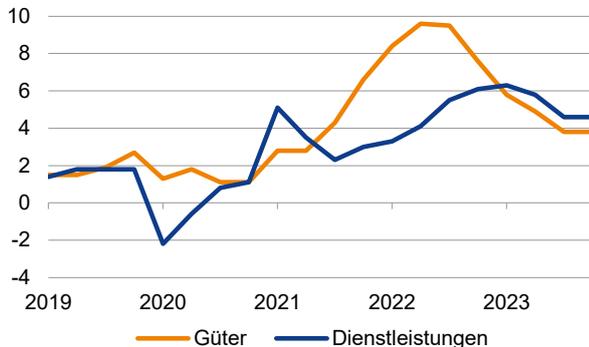
Enger Arbeitsmarkt und steigende Häuserpreise sprechen für nicht so rasche RBA-Zinssenkungen

Höhere AUD-USD-Notierungen auf mittlere (+6M) und längere Sicht (+12M) angesichts eines länger anhaltenden (Leit-) Zinsniveaus

Inflation in Neuseeland bleibt hoch - Tür für Zinssenkungen weiterhin geschlossen

AUSTRALIEN: DIENSTLEISTUNGSINFLATION ZEIGT SICH HARTNÄCKIG

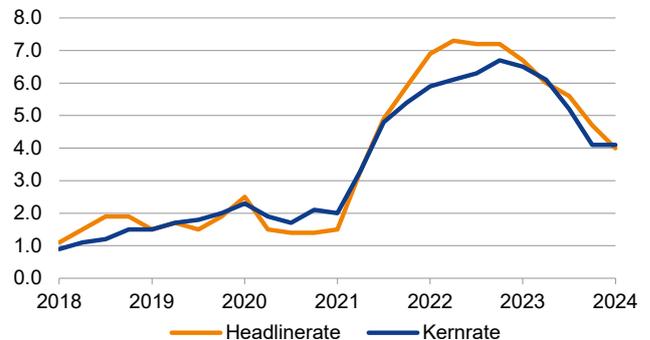
INFLATIONSRATE, IN PROZENT (J/J)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

NEUSEELAND: INFLATION STABILISIERT SICH, BLEIBT ABER ZU HOCH

IN PROZENT (J/J)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Mario Schimmels, ANALYST, +49 69 7447 53592

Kanada: Weichen für Zinssenkung im Sommer gestellt

Bei ihrer April-Sitzung beließ die Bank of Canada (BoC) den Leitzins wie erwartet auf aktuellem Niveau. Bei den Konjunkturprognosen nahm die BoC indes Anpassungen vor. So rechnet die kanadische Zentralbank für 2024 nunmehr mit einem Wirtschaftswachstum von 1,5% (J/J) gegenüber der vorherigen Prognose von 0,8%. Die Headline-Inflation soll in den kommenden Monaten zwar bei ungefähr 3% verharren, doch erwartet die BoC in der zweiten Jahreshälfte einen Rückgang auf unter 2,5%. Das entspräche einer annualisierten Inflationsrate von 2,6% (ggü. den zuvor prognostizierten 2,8%). 2025 soll die Teuerung dann sogar auf 2% – die Mitte des Zielkorridors – sinken. Das sind insgesamt erfreuliche Aussichten.

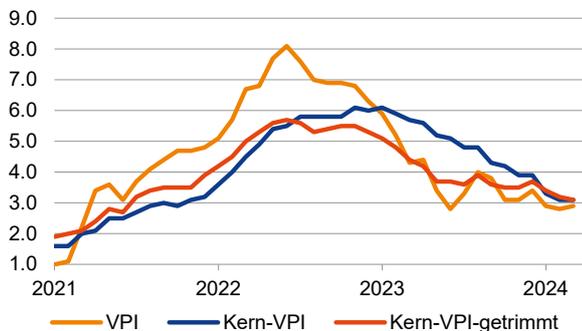
Geldpolitisch ist es für die BoC in letzter Zeit gut gelaufen. Sowohl die jährliche Headline-Inflationsrate als auch die nach der Methode der getrimmten Mittelwerte berechnete Kerninflation sind gesunken. Die Headline-Inflation befindet sich inzwischen wieder im Zielkorridor von 1 bis 3%. Wie der kanadische Notenbankchef betonte, will die BoC jedoch erst einmal einen weiteren Rückgang der Verbraucherpreise abwarten, um sicherzugehen, dass die rückläufige Kernrate keine bloß vorübergehende Erscheinung ist. Zudem wolle die Notenbank die Zinsen nicht länger als nötig auf dem aktuellen restriktiven Niveau halten. Insofern sind die Weichen für eine Zinssenkung bei der geldpolitischen Sitzung im Juni gestellt – die letztendliche Entscheidung hängt jedoch weitgehend von den Konjunkturdaten ab. Von entscheidender Bedeutung sind nicht nur die VPI-Daten: Auch der Arbeitsmarkt wird von der BoC genau beobachtet. Auch hier sind die Nachrichten recht erfreulich. Zwar ist die Arbeitslosenquote auf 6,1% gestiegen, der höchste Stand seit November 2021, und die amtliche Lohnzuwachsrate ist nach Ansicht der Währungshüter immer noch zu hoch (5% J/J im März). Doch die internen Schätzungen bewegen sich im Bereich von nur 3,5 bis 4,5% (J/J).

Bank of Canada ließ Zinsen im April unverändert, sieht Wachstums- und Inflationsentwicklung aber optimistischer

Zuletzt positive Nachrichten zu Inflation und Arbeitsmarkt – Zinssenkung im Sommer wahrscheinlich

INFLATION WEITERHIN RÜCKLÄUFIG, DOCH DER BOC GEHT'S NICHT SCHNELL GENUG

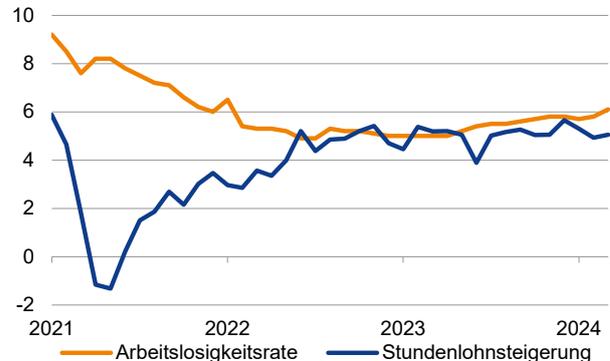
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ARBEITSMARKT KÜHLT AB – DER BOC KANN'S RECHT SEIN, DASS DIES WEITER GEHT

IN %, LOHNSTEIGERUNG IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wenn auch die jüngsten Konjunkturdaten der BoC einen größeren Spielraum im Hinblick auf eine erste Zinssenkung im Sommer ermöglichen (das gilt im Wesentlichen auch für die EZB), so lassen die unerwartet hohen US-Verbraucherpreisdaten den Markt daran zweifeln, dass auch die Fed in diesem Sommer die Zinszügel lockern wird. Entsprechend dürfte der Wechselkurs gegenüber dem USD in den nächsten Monaten ausgesprochen empfindlich auf die Datenlage – vor allem die Inflationsdaten – reagieren. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist eine Zinssenkung durch die Fed in diesem Sommer nicht auszuschließen. Dank freundlicherer Rahmendaten dürfte der kanadische Dollar trotz kurzfristiger Volatilität längerfristig leicht gegenüber Euro und Greenback zulegen.

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

Ungewissheit im Hinblick auf geldpolitische Entwicklung könnte kurzfristig für unruhige Devisenmärkte sorgen

Skandinavien: Behutsame Leitzinssenkungen voraus

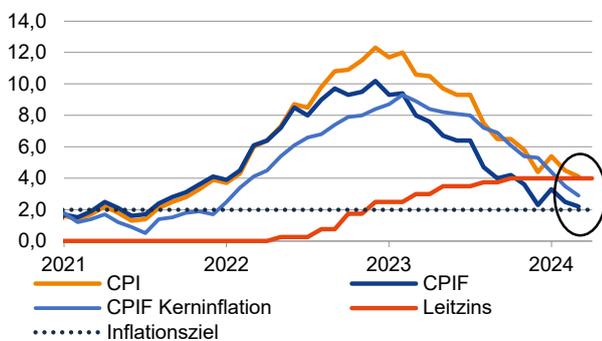
Die in der vergangenen Woche deutlich unter den Erwartungen ausgefallenen Inflationszahlen kamen bei Schwedens Währung weniger gut an. Die Krone gab binnen weniger Minuten rund 0,8% zum Euro nach. Die Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinssenkung bereits zum Mai-Termin stieg unmittelbar nach Bekanntgabe auf 61%, hat sich mittlerweile aber wieder auf 54% zurückgebildet. Spätestens zur Juni-Sitzung der Riksbank preisen auch die Terminmärkte eine Senkung um gut 25 Basispunkte ein. Der für die Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) lag im März bei 2,2% im Jahresvergleich, gegenüber 2,5% im Februar und damit sowohl deutlich unter den Markterwartungen (2,6%) als auch unter der Prognose der Riksbank, die bei 2,68% gelegen hatte. Damit ist das Inflationsziel der Notenbank nur noch einen Wimpernschlag entfernt oder wie es die Riksbank ausdrückt: „close to the target“. Das Ergebnis bestärkt uns in unserer Einschätzung einer ersten Zinssenkung in den kommenden sechs Monaten. Bei aller Freude über den positiven Inflationstrend dürften die Riskbank-Verantwortlichen dennoch auch die Reaktion der Krone im Hinterkopf haben und die Auswirkungen einer schwächeren Krone auf die Inflation. Bei einer Leitzinssenkung dürfte die Abwertung ungleich größer ausfallen, insbesondere wenn sie noch vor der der Europäischen Zentralbank vorgenommen würde.

Inflation: „close to the target“**Erste Leitzinssenkung im Sommer**

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeaufschläge zur Eurozone wenig Anziehungskraft besitzt. Zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren derzeit mit einem leichten Aufschlag von sechs Basispunkten zur 10J-Bundesanleihe, bei den zweijährigen Laufzeiten beträgt der Spread sogar minus zwölf Basispunkte. Da wir nach dem Null-Wachstum im zurückliegenden Jahr eine erneute Stagnation erwarten, besteht für Schwedens Währung mittelfristig kaum Erholungspotenzial. Auch die absehbare Leitzinswende spricht nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass der CPIF-Index weiter nachgeben sollte und sich auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im laufenden Jahr von derzeit 4,1% auf 2,8% (jeweils J/J) deutlich abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,35 SEK.

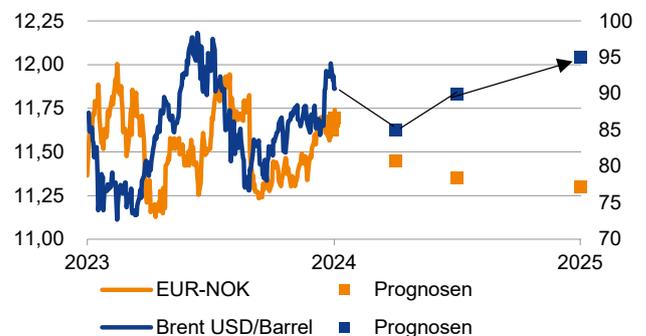
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,35 SEK erwartet

SCHWEDEN: INFLATION IM ABWÄRTSTREND
ALLE WERTE IN %, CPI UND CPIF J/J



Quelle: LSEG, DZ BANK

NOK SOLLTE VOM ERWARTETEN ÖLPREISANSTIEG PROFITIEREN
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: LSEG, DZ BANK

Norwegens Inflation liegt zwar noch deutlich über dem Zielwert, die aktuellen Zahlen für März bestärken uns aber in unserer Überzeugung, dass die Norges Bank den Leitzins in den kommenden sechs Monaten erstmals senken wird. Der Rückgang der Gesamtinflation von 4,5% im Februar auf 3,9% im März lag deutlich unter der Prognose der Norges Bank und den Konsenserwartungen (beide 4,2%, alle Angaben J/J). Entscheidend ist, dass auch die Kerninflation stärker als erwartet gesunken ist, von 4,9% im Februar auf ein 20-Monatstief von 4,5% (Norges Bank: 4,7%; Konsens: 4,7%, jeweils J/J). Während dies zum Teil auf einen starken Rückgang der Lebensmittelpreise zurückzuführen war, die in vielen anderen Ländern nicht in den Messgrößen der Kerninflation enthalten sind, gab es auch stärkere Rückgänge bei anderen Komponenten, während die Dienstleistungsinflation in den letzten Monaten erhöht geblieben ist. Die führende Gewerkschaft des privaten Sektors und der norwegische Industrieverband haben in der diesjährigen Verhandlung eine Einigung erzielt, das vereinbarte Lohnwachstum beträgt 5,2%. Angesichts der von der Norges Bank für 2024 geschätzten Inflationsrate von 3,8% (J/J) ergibt sich ein Reallohnwachstum von 1,4 Prozentpunkten. Dies verleiht der Schätzung der Norges Bank von 4,9% für die Jahreslöhne in diesem Jahr ein klares Aufwärtsrisiko und erhöht das Risiko einer hartnäckigen Kerninflation und verzögerter Zinssenkungen.

Inflation merklich gesunken

Leitzins dürfte in den kommenden sechs Monaten erstmals gesenkt werden

Wir gehen davon aus, dass die Gesamt- und Kerninflationen in den kommenden Monaten weiter sinken werden und erwarten eine erste Zinssenkung bereits im dritten Quartal. Dem hat sich nun auch die Norges Bank in ihrer geldpolitischen Erklärung nach der März-Sitzung angeschlossen. Deren überarbeitete Prognose zeigt nun, dass der Leitzins bis zum Herbst bei 4,5% liegen wird, bevor eine erste Sen-

Wir erwarten weiter nachgebende Inflationsraten, auf Zwölf-Monatsfrist höhere Rohölpreise sowie stabile Renditeaufschläge

kung erfolgt. Unser positiver Ausblick für die norwegische Krone beruht auf mehreren Faktoren. So ist von der norwegischen Geldpolitik vorerst noch mit weiterer Unterstützung zu rechnen, zumal die Norges Bank zu den Notenbanken gehören dürfte, die den Leitzinssenkungszyklus vergleichsweise spät einleiten werden. Die Entwicklungen beim Ölpreis und Renditespread – wichtige Impulsgeber für die Krone – sprechen ebenfalls für Norwegens Währung. In den kommenden Monaten dürfte der Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen im Durchschnitt der gängigen Laufzeiten gut 130 Basispunkte betragen. Beim Rohölpreis der Sorte Brent gehen wir auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um rund 5% auf 95 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,30 NOK.

Auf Jahresfrist EUR-NOK-Notierungen um 11,30 NOK wahrscheinlich

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

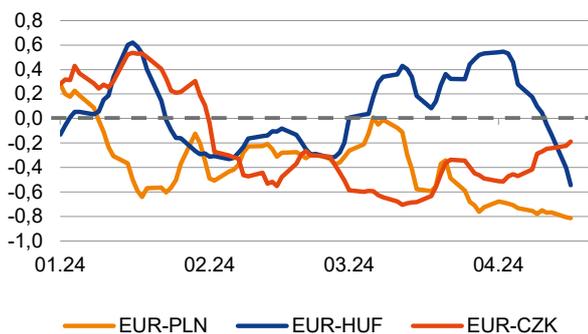
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geopolitische Risiken dominieren das Geschehen

Die Eskalation der Lage im Nahen Osten hat sowohl den polnischen Zloty als auch den ungarischen Forint gegenüber dem Euro spürbar nachgeben lassen. Die tschechische Krone konnte hingegen im Umfeld der spürbar gestiegenen geopolitischen Risiken seit langem mal wieder ihrem Ruf als Sicherer Hafen Osteuropas gerecht werden und wertete gegenüber dem Euro moderat auf. Angesichts dessen, dass es ungewiss ist, wie sich die Situation zwischen dem Iran und Israel weiter entwickelt, dürfte die globale Risikoaversion zunächst erhöht bleiben. Damit einhergehend ist auch mit einer ausgeprägteren Volatilität am FX-Markt zu rechnen. Weitere temporäre Kursverluste von Zloty und Forint sollten unter diesen Vorzeichen einkalkuliert werden. Hoffnungsvoll stimmt jedoch, dass der Iran angekündigt hat, dass keine weiteren Angriffe geplant seien und keine der beiden Seiten ein Interesse an einem offenen Krieg zwischen Israel und dem Iran zu haben scheint. Somit wird es nun von der Reaktion Israels abhängen, wie sich die Situation in den kommenden Tagen oder Wochen entwickelt.

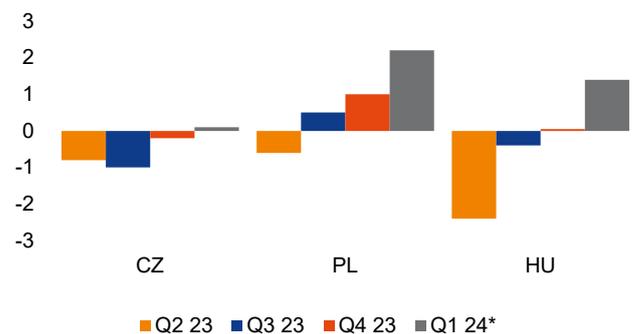
Gestiegene geopolitische Risiken lassen PLN und HUF spürbar abwerten; CZK besinnt sich auf ihre Rolle als Sicherer Hafen Osteuropas

EINGETRÜBTES EM-SENTIMENT ANGESICHTS GEOPOLITISCHER RISIKEN BELASTET BESONDERS ZLOTY UND FORINT
ROLL. 4 WO-KORRELATION EUR-CE3 UND JPM EM INDEX, IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NATIONALE BIP-DATEN FÜR Q1: ERWARTETE KONJUNKTURELLE ERHOLUNG DÜRFTE UNTERSCHIEDLICH STARK AUSFALLEN
NATIONALE BIP-ZAHLEN QUARTALSWERTE IN%, J/J, * UMFRAGEWERTE BLOOMBERG



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Neben den geopolitischen Entwicklungen im Nahen Osten sind in den kommenden Wochen auch fundamentale Datenveröffentlichungen von Interesse. Zum einen dürfte Zloty und Co. die weitere Inflationsentwicklung genau im Blick behalten. Hierbei fließen auch die verschärften Spannungen im Nahostkonflikt mit ein. So besteht marktseitig doch die Sorge, dass hierdurch die Inflation weltweit wieder angeheizt werden könnte. Eine solche Entwicklung würde auch an den CE3-Staaten nicht spurlos vorbeigehen. Daher sollte in der nächsten Zeit auf entsprechende Einschätzungen seitens der dortigen Notenbankvertreter geachtet werden, würde doch ein erneuter Anstieg der Inflation die geldpolitischen Aussichten unsicherer machen. Zudem verdienen die ersten Veröffentlichungen der nationalen Wachstumszahlen für das erste Quartal 2024 Beachtung. Diese stehen am 30. April in Tschechien und Ungarn auf der Agenda, am 15. Mai folgen dann die polnischen Werte. Marktseitig wird davon ausgegangen, dass die vorläufigen Wachstumszahlen für das erste Quartal auf eine konjunkturelle Belebung in den CE3-Staaten hinweisen werden, die allerdings weiterhin unterschiedlich stark verlaufen sollte.

Geldpolitische Einschätzungen zu möglichen Inflationsrisiken von Interesse

BIP- Zahlen für Q1 im Fokus

Türkei & Südafrika: Vom internationalen Umfeld unterschiedlich getroffen

Türkei: Die angestiegenen geopolitischen Risiken infolge des Angriffs des Irans auf Israel sowie das damit einhergehende eingetrübte Sentiment gegenüber Schwellenländerwährungen sind auch an der türkischen Lira nicht spurlos vorübergegangen. Vielmehr geriet sie gegenüber dem verstärkt gefragten US-Dollar (Sicherer Hafen, rückläufige US-Leitzinssenkungserwartungen) erneut unter Abgabedruck und notiert nun wieder nahe ihrer jüngst ausgemachten Rekordhochs. Dass sich die Lira hingegen gegenüber dem Euro im aktuellen Umfeld auf überaus niedrigen Niveaus etwas besser schlägt, dürfte der Tatsache geschuldet sein, dass die europäische Gemeinschaftswährung zuletzt ebenfalls unter spürbaren Abgabedruck geraten ist. Angesichts dessen, dass es ungewiss ist, wie sich die Situation zwischen dem Iran und Israel weiter entwickelt, dürfte die globale Risikoaversion zunächst erhöht bleiben. Damit einhergehend ist auch mit einer ausgeprägteren Volatilität am FX-Markt zu rechnen. Für die risikosensitive Lira stellen die zugenommenen geopolitischen Spannungen einen weiteren Belastungsfaktor dar. Dieser dürfte zusammen mit den altbekannten Problemen dazu beitragen, dass die türkische Landeswährung in Deckung bleibt.

Lira gegenüber dem US-Dollar nahe Rekordtiefs

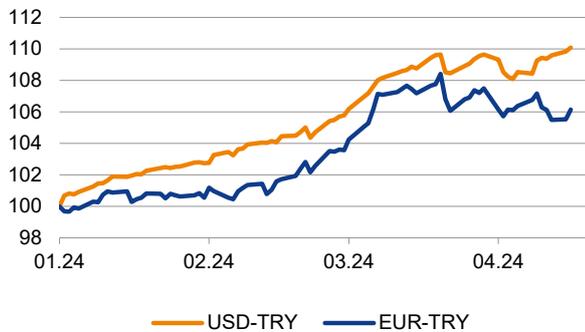
Neben den Entwicklungen im Nahostkonflikt sollte für die Lira in den kommenden Wochen die weitere Inflationsentwicklung sowie die geldpolitische Gangart ihrer Währungshüter (TCMB) im Fokus stehen. In diesem Zusammenhang ist zunächst die nächste TCMB-Sitzung am 25. April zu nennen. Unserer Ansicht nach dürfte die Notenbank den Leitzins unverändert bei 50% belassen und sich zugleich weiterhin hawkish zeigen. So rechnen wir damit, dass sie erneut ihre Bereitschaft signalisieren wird, die Leitzinsen bei Bedarf weiter anzuheben. Unter „bei Bedarf“ versteht die TCMB den Fall, dass sich der Inflationsausblick erneut signifikant eintrübt. So gehen die Währungshüter doch bislang davon aus, dass sich der Preisdruck im Verlauf des zweiten Halbjahrs 2024 merklich zurückbilden sollte. Vor diesem Hintergrund verdienen nicht nur die nächsten Inflationsveröffentlichungen am 3. Mai Aufmerksamkeit. Von besonderem Interesse dürfte vor allem der nächste Inflationsbericht der TCMB sein, der am 9. Mai vorgestellt wird. Im Blick sollten hierbei besonders die Inflationserwartungen der Notenbank behalten werden. Bislang sieht die türkische Zentralbank die dortige Teuerung Ende des Jahres bei 36% und Ende 2025 bei 14%. Ende 2026 sollte die Inflation mit erwarteten 9% (J/J) zwar endlich wieder im einstelligen Bereich liegen. Das Inflationsziel der TCMB von 5% (J/J) dürfte jedoch weiterhin verfehlt werden. Sollte die Notenbank ihre Inflationserwartungen Anfang Mai deutlich nach unten nehmen, dürfte die Lira dies wohlwollend zur Kenntnis nehmen. Im umgekehrten Fall dürften hingegen weitere TRY-Verluste nicht verwundern.

Nächster Inflationsbericht der TCMB von besonderem Interesse

Südafrika: Der Wahlkampf für die Parlamentswahlen am 29. Mai wird mit harten Bandagen ausgefochten und auch die Gerichte werden bemüht. Derzeit ist vor allem die Zulassung von Ex-Präsident Zuma, der Spitzenkandidat für die erst im letzten Jahr gegründete MK-Partei (Kurzform für uMkhonto weSizwe, Speer der Nation) werden soll, strittig. Die Verfassung verbietet denjenigen, die zu einer mehr als 12-monatigen Freiheitsstrafe verurteilt wurden, zu Wahlen anzutreten. Zuma wurde 2021 wegen Missachtung des Gerichts zu 15 Monaten verurteilt, hat hiervon aber nur wenige Tage tatsächlich abgesessen und profitierte dann von einer allgemeinen Amnestie. Nachdem die Wahlbehörde Zuma zunächst die Teilnahme verweigerte, urteilte das Wahlgericht für Zuma. Nun liegt der Fall beim Verfassungsgericht zur Entscheidung an. Zuma genießt in Teilen der Bevölkerung noch immer eine große Popularität und mit ihm als Zugpferd schaffte es die MK-Partei in den jüngsten Umfragen mit einem Stimmanteil von 13% auf den dritten Platz.

Wahlen stehen in Südafrika im Blickpunkt

**TRY: GLOBALE EURO- UND USD-VORGABEN GEBEN DERZEIT
MAßGEBLICH DIE MARSCHRICHTUNG VOR**
KURSENTWICKLUNG USD-TRY UND EUR-TRY, BEIDE INDEXIERT,
01.01.2024=100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

GOLD SCHIRMT DEN RAND VON BELASTUNGEN AB
LS: ZAR JE USD (INVERTIERT); RS: GOLD USD JE UNZE



Quelle: Bloomberg, SARB, DZ BANK

Der ANC kam seit dem Ende der Apartheid bei den Parlamentswahlen immer auf einen Stimmanteil von deutlich über 50% (2019: 57,5%). Die Umfragen signalisieren nun sogar einen Rutsch unter die 40%-Marke. Nachdem die größte Oppositionspartei DA im letzten Jahr ein breites Bündnis geschmiedet hatte, um den ANC abzulösen, erklärte deren Parteivorsitzender Steenhuisen nun, dass die Partei notfalls auch bereit sei, mit dem ANC eine Koalition einzugehen, damit das „Untergangsszenario“ einer Zusammenarbeit von ANC und der weit links orientierten EFF oder der AK-Partei verhindert wird, eine Aussage, die im Vorfeld der Wahlen etwas überrascht, aber zu einer gewissen Beruhigung beitrug. Verschiedene Indikatoren hatten zuvor einen kritischeren Blick der Finanzmärkte auf das Land gezeigt. So stiegen die Prämien für den Kreditausfall (CDS) des Landes auf den höchsten Stand seit November letzten Jahres. Dass der Rand sich in diesem Umfeld nicht schwächer präsentierte, ist auch der Rekordjagd beim Goldpreis zu verdanken, die im letzten Monat auch nicht mehr durch abbröckelnde Preise bei anderen für Südafrika wichtigen Edelmetallen (Platin, Palladium) konterkariert wurde.

Rekordjagd beim Goldpreis stützt Rand

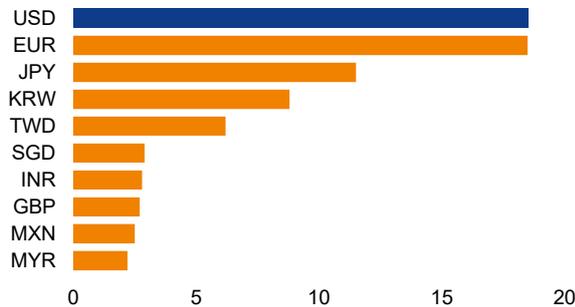
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Exportoffensive verfälscht Wachstumsbild

Chinas Wirtschaft scheint ihre Zweifler in die Schranken weisen zu können – zumindest auf den ersten Blick legen dies die frisch veröffentlichten Wachstumsdaten vom ersten Quartal nahe. Um so ernüchternder ist der Blick hinter die Kulissen, der offenbart, dass es noch immer an einer stabilen Nachfragebasis fehlt. Der Außenhandel war zwar unbestreitbar der Schlüssel dazu, dass das BIP um 5,3% (J/J) und damit deutlich stärker als erwartet zugelegt hat. Chinas Ausfuhren wurden aber primär durch die Exportoffensive mit aggressiver Preissetzung in den Weltmarkt gedrückt. Elektroautos, Solarmodule, Halbleiter und ähnliche Produkte werden dank staatlich geförderter Überkapazitäten subventioniert auf den Markt geworfen. Das schlägt sich zwar wachstumsfördernd in den BIP-Daten nieder, ist aber kein Ausdruck einer sich erholenden globalen Nachfrage. Die Binnennachfrage bleibt im Würgegriff der Immobilienkrise und geprägt vom gedrückten Konsumklima.

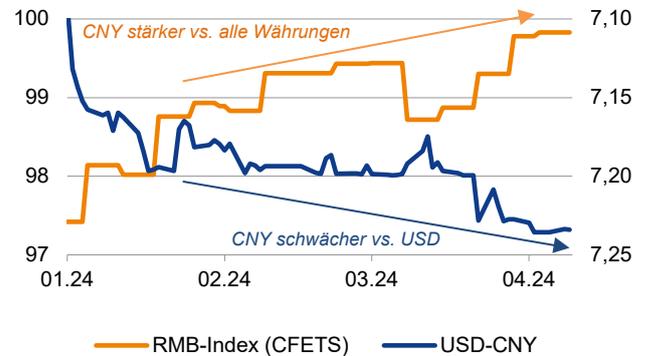
BIP-Daten übertreffen Erwartungen, Außenhandel profitiert von staatlichen Hilfen

RMB-INDEX: DER USD IST WICHTIG, ABER NUR EINER VON VIELEN ANTEILE IM HANDELSGEWICHTETEN RMB-KORB, IN %



Quelle: BIZ, DZ BANK

DER MYTHOS VOM SCHWACHEN YUAN HANDELSGEWICHTETER INDEX (L.S.) UND USD-CNY (R.S., INVERS)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Chinas Währung reagierte auf diese Neuigkeiten -wieder einmal- nur mit einer verhaltenen Bewegung. Auf höchster politischer Ebene gilt die Stabilität der Währung als erklärtes Ziel. („...keep the RMB exchange rate basically stable at a reasonably balanced level.“) Dies begründet auch die monatelange USD-CNY-Stabilität ungeachtet der diversen CNY-Belastungsfaktoren (seien sie hausgemacht oder in der globalen USD-Stärke begründet). Ende März gab es hier eine leichte Niveau-Verschiebung, und die Obergrenze der etablierten Handelsspanne bei 7,20 CNY wurde durchbrochen. Seitdem halten die de-facto-Interventionen der staatlichen Geschäftsbanken das Währungspaar stabil um 7,23 CNY.

Wechselkursstabilitat als politisches Ziel für Peking

Da die Finanzmärkte typischerweise auf die Relation USD-CNY blicken, ist derzeit oft die Rede von einer „aktuellen Yuan-Schwäche“. Dies ist aber nur die halbe Wahrheit. Chinas Wahrungsoffizielle stellen seit Jahren nicht mehr die Kursentwicklung zum US-Dollar in den Mittelpunkt, sondern verfolgen einen handelsgewichteten RMB-Index – und dieser hat seit Jahresanfang sogar um mehr als zwei Prozentpunkte zugelegt! Die Stärke des US-Dollars ist in aller Munde (auch in USD-CNY), seine Gewichtung im RMB-Korb liegt aber bei knapp unter 20%. Die ausgeprägte Kursschwache des japanischen Yen fließt dagegen mit einem Anteil von 12% in den RMB-Index ein. Je schwächer sich die anderen Währungen im RMB-Korb entwickeln, desto mehr Aufwartsspielraum gibt es in USD-CNY nach oben, ohne dass Peking sein Postulat einer stabilen Währung verletzen würde. In Kombination mit der Marktidee einer verschobenen US-Leitzinswende („higher for longer“) spricht dies vorerst für tendenziell festere USD-CNY-Notierungen.

Der Mythos vom schwachen Yuan

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

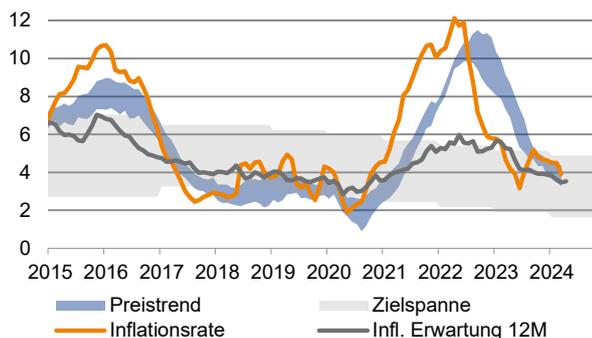
Brasilien & Mexiko: Geschüttelt von Anpassung der US-Zinserwartungen

Der Real kam zuletzt im Zuge der Neuanpassung des am Markt eingepreisten künftigen Zinspfades der US-Notenbank stärker unter Druck als viele andere Währungen aus dem Emerging Market Segment. Bei einer erneuten Korrektur dieser Erwartungen hätte der Real entsprechend zwar Chancen auf eine merkliche Erholung, aber diese dürfte deutlich weniger dynamisch erfolgen als der jüngste Rückschlag. Ein spezifischer Belastungsfaktor für den Real war zuletzt der neue

Gute Daten helfen dem Real aktuell wenig, da Fiskalsorgen überwiegen

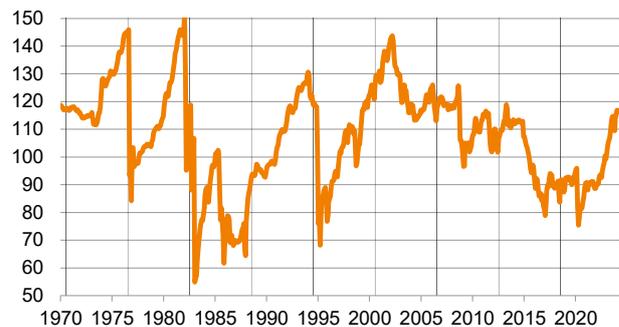
Rahmenplan für die Fiskalpolitik, der die Erreichung eines Primärsaldos im Haushalt von 0% (Saldo vor Zinszahlungen) nunmehr für 2025 vorsieht und nicht mehr, wie bisher, für 2024. Angesichts dieser eigentlich nur moderaten Anpassung überraschte die heftige Marktreaktion etwas, zumal die Experten ohnehin nicht mit dem Erreichen der Ziele rechneten. In einer Befragung der Notenbank (Fokus-Bericht) wird für das kommende Jahr sogar ein Primärdefizit von 0,6% des BIP vermutet. Dies zeigt aber die Sorgen, dass noch eine weitere Anpassung der fiskalischen Ziele erforderlich sein wird. Dabei fielen die letzten Wirtschaftsdaten aus Brasilien überwiegend erfreulich aus. Der Aktivitätsindex der Notenbank lag in den ersten beiden Monaten im Durchschnitt um 1,2% über dem Stand des Schlussquartals 2023 und signalisiert damit ein gutes Quartalswachstum. Die Inflationsrate lag im März mit 3,9% (J/J) etwas niedriger als vermutet und ermöglicht damit der Geldpolitik noch auf dem Lockerungspfad zu bleiben. Die Banco Central do Brasil dürfte daher bei ihrer Sitzung Anfang Mai nicht nur erneut den Leitzins um 50 Bp auf dann 10,25% zurücknehmen, sondern auch eine weitere Lockerung andeuten.

GÜNSTIGE PREISZAHLEN ERMÖGLICHEN WEITERE ZINSENKUNNG J/J IN %; PREISTREND: SPANNE VON 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg, Banco Central do Brasil, DZ BANK

PESO INZWISCHEN HOCH BEWERTET REALER EFFEKTIVER WECHSELKURS 2010=100; STRICHE MARKIEREN PRÄSIDENTSCHAFTSWAHLEN



Quelle: Bloomberg, OECD, DZ BANK

Auch nach der ersten kleinen Lockerung um 25 Bp im März ist der Leitzins in Mexiko mit 11,0% noch deutlich im restriktiven Bereich. Daher besteht eigentlich kaum ein Anlass bei der nächsten Zinsentscheidung am 9. Mai eine Pause einzulegen. Allerdings gibt es Argumente, die für eine Pause sprechen. An erster Stelle sind dies die anstehenden Präsidentschafts- und Parlamentswahlen am 2. Juni. Zudem liegen die Inflationsdaten noch immer deutlich über dem Toleranzbereich der Notenbank von 2% bis 4% (J/J). Die Gesamtrate blieb im März bei 4,4% (J/J) weitgehend unverändert und verharret damit bereits seit gut einem halben Jahr in diesem Bereich. In der Kernrate setzte sich im März zwar die Abwärtstendenz etwas überraschend noch fort, die erreichten 4,6% sind aber auch keine Größe, die zu deutlichen Lockerungen ermuntert. Besonders problematisch war allerdings, dass die Inflationserwartungen zuletzt, wenn auch nur geringfügig, gestiegen sind. Erleichtert wird ein fortgesetzt restriktiver Kurs durch eine robuste Konjunktur. Grundsätzlich ist jedoch in diesem Jahr mit spürbaren Zinssenkungen zu rechnen, die vor allem dann Fahrt aufnehmen dürften, wenn auch die US-Notenbank ihre geldpolitische Wende einleitet.

Pause bei den Zinssenkungen in Mexiko möglich

Der Zinsvorsprung für den Peso gegenüber den Dollar-Sätzen dürfte zumindest am Geldmarkt schrumpfen. Der Peso zeigte sich von dieser Aussicht in den ersten Monaten des Jahres allerdings unbeeindruckt und USD-MXN rutschte zeitweise auf den tiefsten Stand seit 2015. Erstmals notierte der Peso damit über einen solch

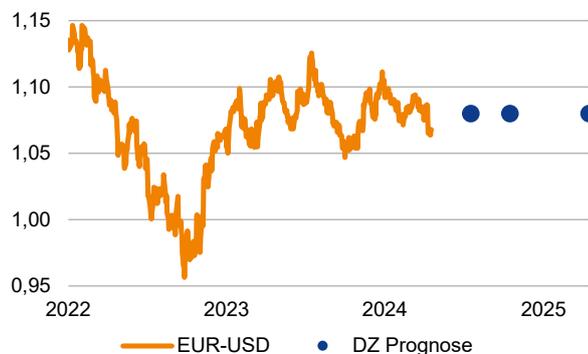
Peso weiter hoch bewertet

langen Zeitraum gegenüber dem Dollar fester. Angesichts der Historie Mexikos mit höheren Inflationsraten ist die Währung eher durch langfristige Abwertungen geprägt. Der reale Außenwert des Landes, bei dem die Inflationsdifferenzen zu den wichtigsten Handelspartnern herausgerechnet werden, stieg entsprechend in den letzten Jahren merklich an. Bei einer sehr langfristigen Betrachtung hat die Bewertung zwar noch kein alarmierendes Niveau erreicht, spürbare Korrekturen wurden damit aber wahrscheinlicher, wie dann auch die jüngste Bewegung zeigte. Für eine auch längerfristig hohe Bewertung des Peso spricht jedoch seine Attraktivität als Produktionsstandort für Unternehmen, die den US-Markt bedienen wollen.

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

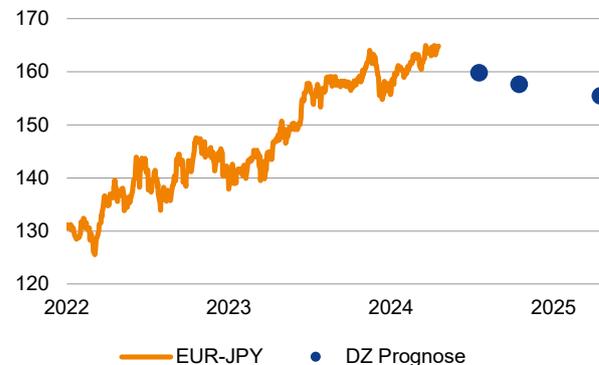
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



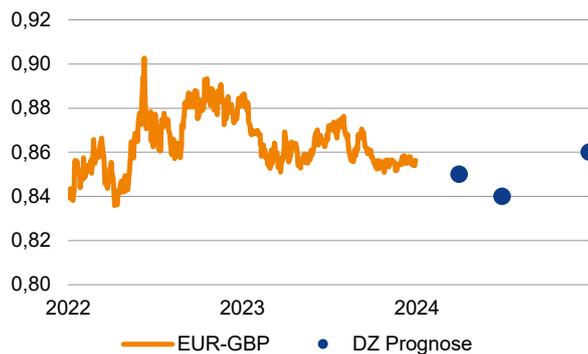
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



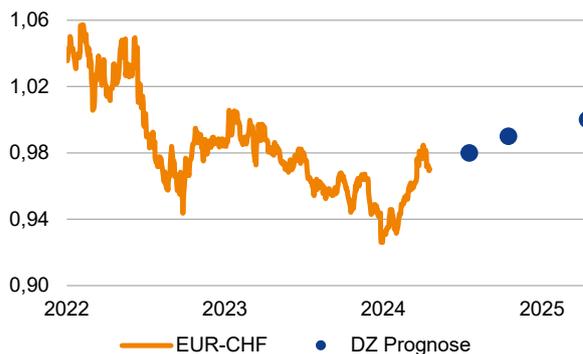
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



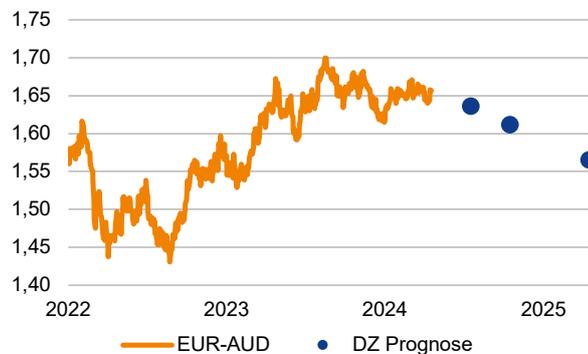
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



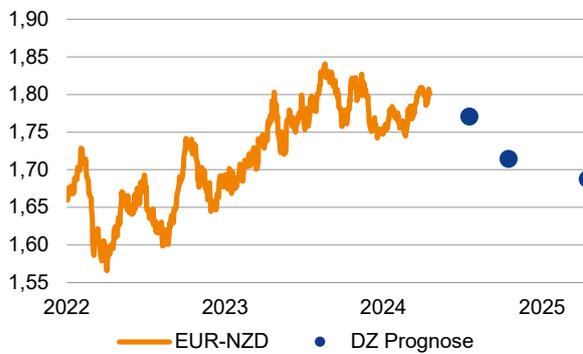
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



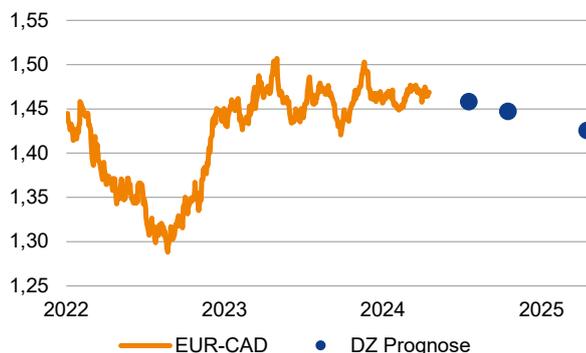
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



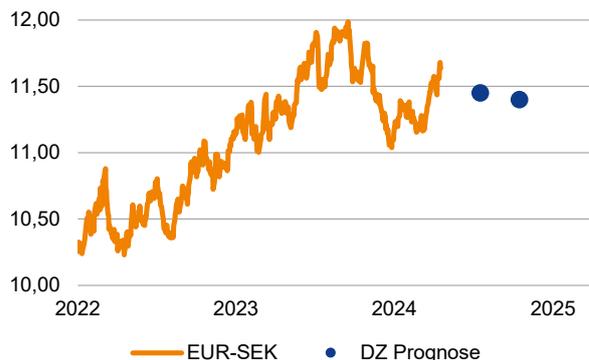
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



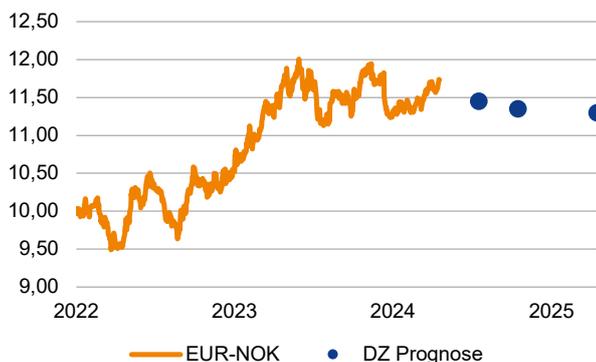
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



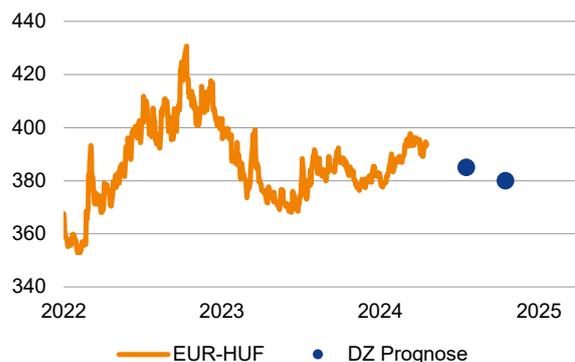
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



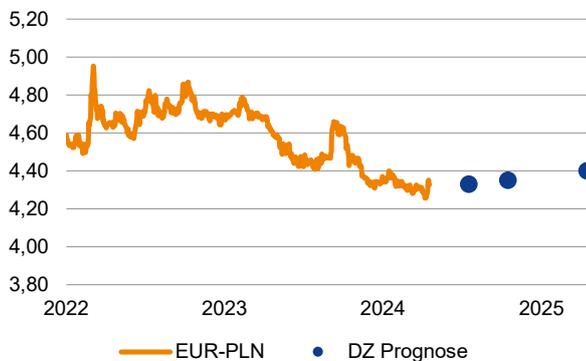
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



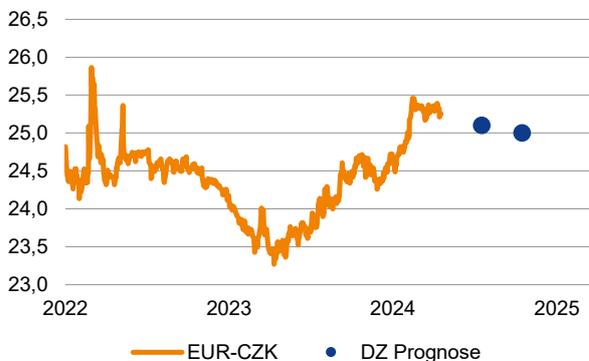
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



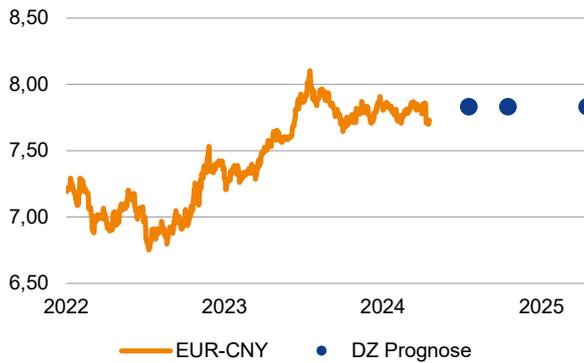
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



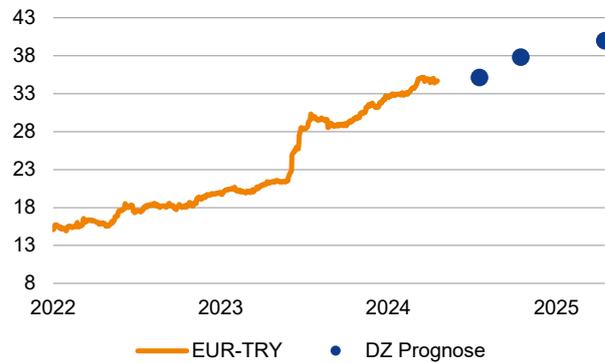
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



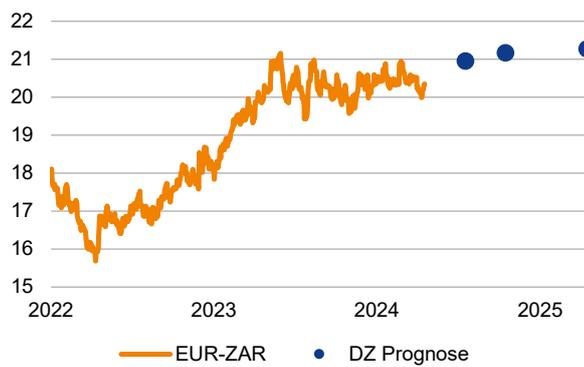
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



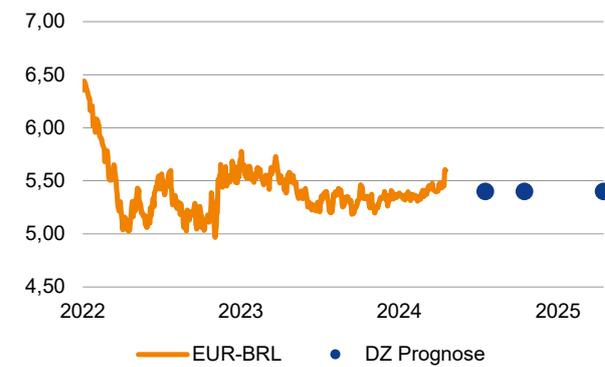
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



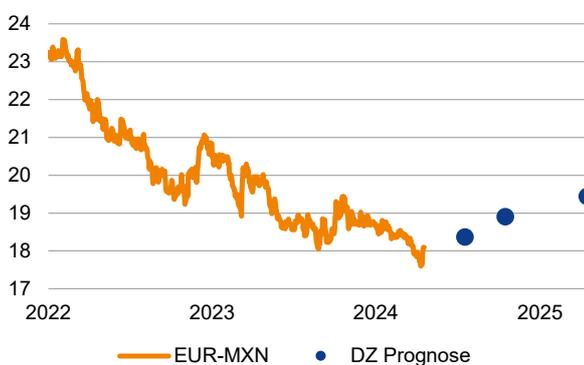
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

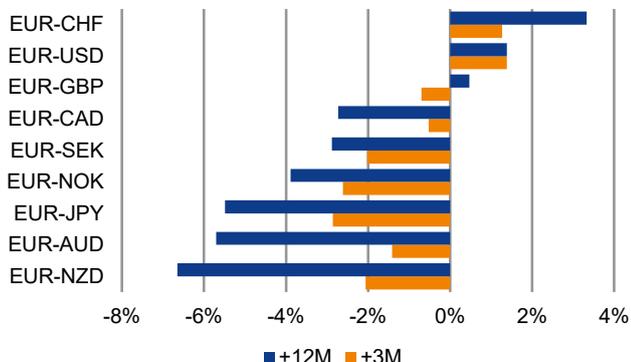
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

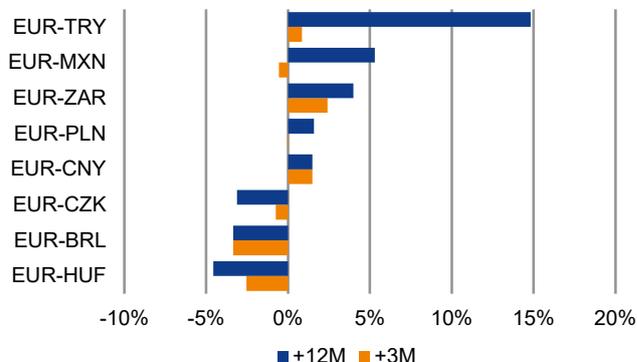
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,0673	1,08	1,08	1,08
EUR/GBP	0,8567	0,85	0,84	0,86
EUR/JPY	164,93	160	158	156
EUR/CHF	0,9684	0,98	0,99	1,00
EUR/AUD	1,6614	1,64	1,61	1,57
EUR/NZD	1,8091	1,77	1,71	1,69
EUR/CAD	1,4673	1,46	1,45	1,43
EUR/NOK	11,75	11,45	11,35	11,30
EUR/SEK	11,65	11,5	11,4	11,4
EUR/PLN	4,3260	4,33	4,35	4,40
EUR/CZK	25,27	25,1	25,0	24,5
EUR/HUF	394,4	385	380	377
EUR/TRY	34,88	35,1	37,8	40,0
EUR/ZAR	20,45	21,0	21,2	21,3
EUR/CNY	7,7272	7,83	7,83	7,83
EUR/BRL	5,6080	5,40	5,40	5,40
EUR/MXN	18,37	18,4	18,9	19,4

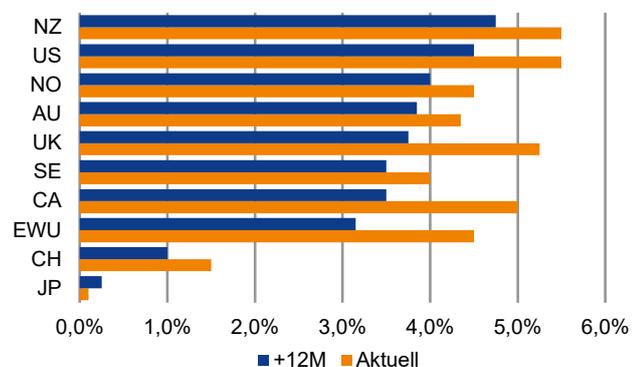
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0673	1,08	1,08	1,08
GBP/USD	1,2459	1,27	1,29	1,26
USD/JPY	154,51	148	146	144
USD/CHF	0,9074	0,91	0,92	0,93
AUD/USD	0,6425	0,66	0,67	0,69
NZD/USD	0,5900	0,61	0,63	0,64
USD/CAD	1,3749	1,35	1,34	1,32
USD/NOK	11,01	10,60	10,51	10,46
USD/SEK	10,91	10,6	10,6	10,5
USD/PLN	4,0531	4,01	4,03	4,07
USD/CZK	23,67	23,2	23,1	22,7
USD/HUF	369,5	356	352	349
USD/TRY	32,68	32,5	35,0	37,0
USD/ZAR	19,16	19,4	19,6	19,7
USD/CNY	7,2404	7,25	7,25	7,25
USD/BRL	5,2551	5,00	5,00	5,00
USD/MXN	17,21	17,0	17,5	18,0

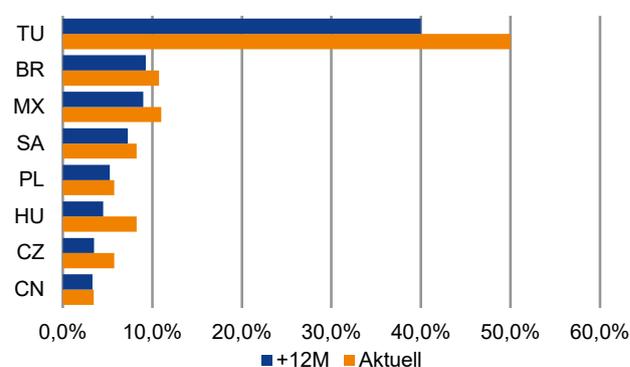
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	0,8	1,5	0,2	0,4	0,9	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,5	2,1	2,6	2,3	2,3	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-2,8	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,0	2,2	2,4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	2,2	3,1	2,8	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	3,0	2,6	3,2	3,3	2,9	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,2	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-3,1	-3,3				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,8	1,0	1,0	0,0	1,1	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,2	1,4	2,6	2,5	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	3,5	3,5				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,5	1,2	-0,2	0,2	0,6	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,5	2,3	3,5	1,8	2,2	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,3	-4,0	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,4	-2,9	-3,3				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	1,0	1,7	0,5	1,0	1,1	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,4	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8,0	8,0	8,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	1,3	2,7	1,2	1,1	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,6	3,3	3,0	3,5	3,2	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	-1,7	-0,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	1,4	-1,1				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,6	2,3	0,1	0,0	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,4	2,2	4,3	3,9	2,9	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-3,5	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-5,6	-5,0				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,8	2,6	0,3	0,4	1,1	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	2,7	2,4	2,8	2,3	2,4	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	-2,4	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-1,5	-1,8				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,0	-0,1	1,8	-0,8	0,1	0,5	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	8,6	2,8	1,7	4,4	2,8	2,3	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,5	-0,9	-0,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,1	4,3	4,0				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	0,1	2,0	-0,1	0,1	0,8	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,6	1,9	4,7	3,3	3,4	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	17,9	10,7	4,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17,6	12,4	10,1				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,8	2,3	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	17,1	4,0	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-4,3	-3,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	1,1	-0,1
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	2,9	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	11,4	4,2	4,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-5,5	-4,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,6	-0,7	-1,8
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,4	0,9	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	10,6	2,6	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-2,6	-1,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	1,0	0,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,5	2,5	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	53,9	58,4	25,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,0	-2,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,4	-1,9	-1,9
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,7	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	5,2	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,2	-5,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,6	-1,5	-2,2
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	4,3	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,6	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,9	-8,0	-7,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	1,3	1,0
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	1,3	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	3,9	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,8	-8,1	-6,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,3	-2,5	-2,4
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	4,6	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-5,0	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-0,5	-0,8

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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