



# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### Zinserwartungen: Auf und nieder, immer wieder

Selten haben wir Jahre erlebt, in denen die Unsicherheit über den geldpolitischen Pfad der Zentralbanken so groß war wie seit Anfang 2022. Wenngleich die „großen“ Krisen sich gelegt haben (Corona) oder aus der oft zynischen Sicht des Finanzmarktes mittlerweile „zum Inventar“ gehören (Ukraine), hat sich die Volatilität der Zinserwartungen kaum gelegt. Um die Jahreswende konnte es mit den Zinssenkungen gefühlt kaum schnell genug gehen, wenige Monate später gab es erneute Spekulationen über die mögliche Notwendigkeit erneuter *Zinserhöhungen*. Und nicht nur die EZB und die Fed bewegen sich in schwierigem Fahrwasser: auch in anderen Ländern waren die Leitzinserwartungen in diesem Jahr enormen Schwankungen ausgesetzt (man denke an Australien oder Großbritannien).

Die einfachste Erklärung für die enorme Unsicherheit des Marktes ist natürlich die Entwicklung der Inflation: nachdem die Inflationsrate Ende 2023 in vielen Ländern dynamisch gefallen war (was die Zinssenkungserwartungen in die Höhe schnellen ließ), hat sich der Trend seither wieder stabilisiert. Der disinflationäre Prozess ist ins Stocken gekommen, hier und da gab es sogar ein leichtes Wiederaufflammen der Inflation. Da die Inflationsraten in vielen Ländern weiterhin oberhalb des jeweiligen geldpolitischen Inflationsziels liegen, ist es nicht schwer nachzuvollziehen, warum Investoren ihre Zinssenkungserwartungen runtergeschraubt haben und es hier und da sogar Stimmen gibt, die weitere Zinserhöhungen als notwendig erachten. Der Inflationschock der letzten Jahre sitzt uns wahrscheinlich allen noch in den Knochen. Wir vermuten jedoch, dass es nicht nur die objektiv zu beobachtende Inflationsentwicklung ist, die den Markt so sehr verunsichert. Es ist auffällig, dass derzeit bereits kleinste Abweichungen vom Konsens dynamische und zum Teil aggressive Bewegungen am Währungs- und Rentenmarkt auslösen. Vielmehr scheint es, dass es die Krisen der vergangenen Jahre sind, die weiterhin wie ein Schatten über dem Markt hängen und für tiefsitzende Verunsicherung sorgen. Meinungen, die eben noch (scheinbar) im Brustton der Überzeugung vorgetragen wurden, werden bei der geringsten Veränderung im fundamentalen Bild über Bord geworfen. Dies sorgt für Volatilität am Markt.

Wann sich diese Grundnervosität legt, ist schwer vorherzusagen. Zumal wir derzeit mit der zusätzlichen, unterschweligen Bedrohung mehrerer geopolitischen Krisenherde leben. Auf der politischen Bühne herrscht auch nicht gerade eitel Sonnenschein: Europawahlen, Parlamentswahlen in Großbritannien (nun für den 4. Juli angesetzt) und natürlich die US-Präsidentenwahl werfen ihre Schatten voraus. Die gute Nachricht ist, dass sich die Konturen des geldpolitischen Ausblicks in den kommenden Monaten schärfen sollten – zumindest was den Zeitpunkt der ersten Senkungen (soweit noch nicht erfolgt) betrifft. Das Rätselraten darüber, wie weit gesenkt wird, dürfte uns jedoch zunächst erhalten bleiben.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
23.5.2024 11:13 Uhr

## INHALT

G10 Währungen	2
EWU: Warten auf die EZB	2
USA: Keine neue Impulse	3
Japan: Yen zwischen Interventionsangst und Suche nach BOJ-Absichten	4
Großbritannien: Zinssenkung im Sommer steht bevor	5
Britische Regierung stellt sich den Wählern	7
Schweizer Franken als Hort der Stabilität	8
Australien & Neuseeland: Leitzinssenkungen noch nicht in Sicht	9
Kanada: Bank of Canada wartet auf eine günstige Gelegenheit	10
Skandinavien: Leitzinssenkung(en) in Schweden – in Norwegen wartet man ab	12
Schwellenländer	14
Osteuropa: CE3-Währungen atmen durch	14
Türkei & Südafrika: Währungen abhängig von der Politik	15
China: Warum trotz der Yuan der neuen US-Zollrunde?	16
Brasilien & Mexiko: Notenbanken passen an	18
Jüngste Wechselkursbewegungen und Ausblick	20
Prognosen im Überblick	23
V olswirtschaftliche Rahmendaten: G10-Währungen	24
V olswirtschaftliche Rahmendaten: EM-Währungen	25

Editor:  
Sonja Marten, ANALYSTIN

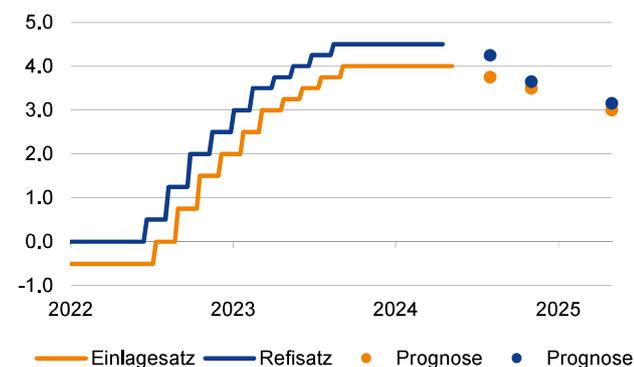
## G10 WÄHRUNGEN

### EWU: Warten auf die EZB

Der Euro schlägt sich weiterhin wacker und konnte in den vergangenen Wochen nicht nur gegenüber dem Dollar zulegen. Geschuldet ist dies fraglos vor allem den positiven fundamentalen Überraschungen aus der Eurozone. Die BIP-Daten für das erste Quartal haben die Konsenserwartungen fast überall übertroffen, die Industrieproduktion und auch der private Konsum haben sich erfreulich entwickelt. Von großer Euphorie kann sicherlich keine Rede sein, schließlich sprechen wir hier von einer Verbesserung von sehr niedrigen Niveaus, aber immerhin scheint sich der Trend mittlerweile in die richtige Richtung zu bewegen. Wichtig ist nun, dass er sich fortsetzt. Denn der Economic Surprise Index für die Eurozone verharrt nach wie vor leicht unterhalb der Nulllinie – es besteht also weiterhin positives Überraschungspotenzial für den Euro.

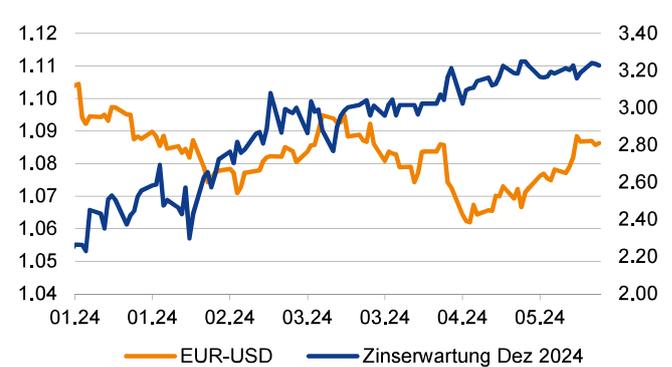
**Eurozone auf dem Weg der Besserung aber es bleibt (viel) Luft nach oben**

**EZB: AUF DEM WEG IN RICHTUNG ZINSENKUNG**  
IN PROZENT



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

**EUR-USD BLICKT AUF FED, NICHT SEHR AUF DIE EZB**  
LS: EUR-USD; RS: IMPLIZITE EZB ZINSErwARTUNG DEZ 2024



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Zunächst richtet sich der Blick jedoch vor allem auf die kommende EZB-Sitzung, die am 6. Juni stattfindet. Der Markt geht aktuell davon aus, dass diese den Startschuss für den Zinssenkungszyklus geben wird. Kommentare seitens der EZB-Oberen lassen eigentlich wenig Zweifel daran, dass die Zentralbank den Zeitpunkt für eine erste Lockerung der Zinszügel als gekommen sieht. Sofern unliebsame (Inflations-) Überraschungen ausbleiben, sollte eine Juni-Zinssenkung also gesetzt sein. Damit bestätigt sich dann auch final, dass die EZB bereit ist, ohne Rückendeckung der Fed zu agieren. Häufig wird genau dies als Argument dafür angeführt, dass EUR-USD anlässlich der EZB-Sitzung erneut und möglicherweise deutlich fallen wird. Dabei sollten jedoch zwei Faktoren nicht außer Acht gelassen werden. Zum einen die Tatsache, dass der Markt eine Juni-Zinssenkung bereits vollumfänglich eingepreist hat und zweitens, dass Christine Lagarde sich bedeckt halten dürfte, was den weiteren Zinspfad betrifft. Dies wird sicherlich kein „hawkish cut“, aber die EZB wird sich ihre Optionen für die kommenden Monate offenhalten wollen. Zu groß ist nach wie vor die Sorge, dass doch noch unliebsame Inflationsüberraschungen lauern. Gut möglich also, dass der Euro zwar in der ersten Reaktion auf die Zinssenkung fällt, diese Verluste dann aber während der Pressekonferenz wieder gut macht.

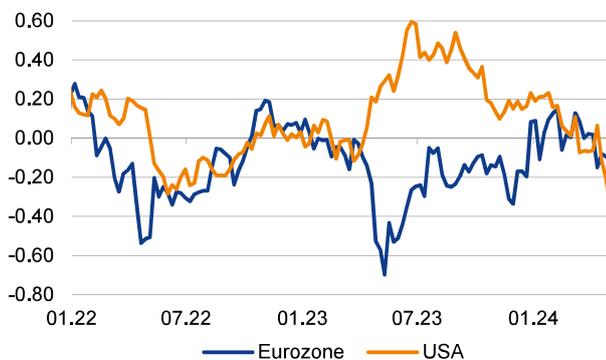
**Die kommende EZB-Sitzung sollte den Euro, trotz der erwarteten Zinssenkung, nicht nachhaltig belasten**

## USA: Keine neue Impulse

Der Dollar hat in den vergangenen Wochen keinen leichten Stand gehabt. Nachdem der Markt im April noch mit der Möglichkeit geliebäugelt hatte, dass die Fed ihren Leitzins in diesem Jahr sogar erneut anheben muss, haben Zinssenkungserwartungen zuletzt wieder die Oberhand gewonnen. Derzeit geht der Markt davon aus, dass die Fed zunächst im November und dann erneut im Dezember an der Zinsschraube dreht. Wir favorisieren nach wie vor den Dezember als Startschuss – u.a. weil die November-Sitzung nur zwei Tage nach der Präsidentschaftswahl stattfindet und das realistische Risiko besteht, dass es vor allem bei einem knappen Wahlausgang zu politischen Turbulenzen kommt.

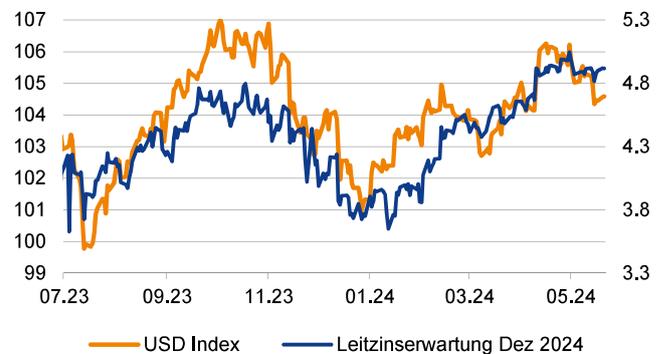
## Erste Fed Zinssenkung weiterhin erst im Dezember wahrscheinlich

US ECONOMIC SURPRISE INDEX FÄLLT DEUTLICH  
INDEXPUNKTE



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

ZINSErwARTUNGEN SCHWANKEN – UND DER DOLLAR MIT IHNEN  
LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITE LEITZINSErwARTUNG DEZ 24 (IN PROZENT)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Aus Sicht des Dollars dürfte es kaum noch eine Rolle spielen, ob es nun bereits im November oder erst im Dezember zu einer ersten Zinssenkung kommt. Um ihn aus seiner derzeitigen Ruhe zu bringen, wird es größerer Anpassungen in den Markterwartungen bedürfen. Also entweder eine noch hartnäckigere Inflation, die Spekulationen über eine erneute Straffung der Geldpolitik wieder aufleben lassen könnte, oder eine schneller nachlassende Inflation, die eine erste Zinssenkung im Sommer wahrscheinlicher machen würde. Beides wollen und können wir kurzfristig sicherlich nicht ausschließen. Derart groß ist die bestehende Unsicherheit über den weiteren geldpolitischen Pfad, dass sich der Markt bereits durch kleinste Abweichungen der Daten vom Konsens aus der Ruhe bringen lässt. Die Volatilität der Zinserwartungen in den vergangenen sechs Monaten belegt dies eindrucksvoll. Doch es gibt einen Grund, warum unsere Prognose bei 1,08 USD über alle Horizonte verbleibt: denn temporäre Ausschläge in die eine oder andere Richtung sollten eben das bleiben – temporär.

## Ob November oder Dezember ist aus Sicht des Dollars nicht kriegsentscheidend

Hierfür spricht auch die fundamentale Entwicklung in den USA. In den vergangenen Wochen haben einige Daten die Markterwartungen enttäuscht. Zuletzt insbesondere die Einzelhandelsumsätze, aber auch am Häusermarkt und der Industrie sind Anzeichen der Schwäche nicht zu übersehen. Dies hat dazu geführt, dass der Economic Surprise Index für die USA im Mai zum ersten Mal seit einem Jahr deutlich ins Minus gefallen ist. Fraglos trug dies dazu bei, dass die Zinssenkungserwartungen erneut zugenommen haben und sowohl der US-Dollar als auch die Renditen amerikanischer Staatsanleihen gefallen sind. Allerdings ist nicht damit zu rechnen, dass sich der Zustand der US-Wirtschaft weiter deutlich verschlechtert. Nach etwas schwächerem Wachstum im ersten und zweiten Quartal erwarten wir bereits im bald

## Die konjunkturelle Entwicklung in den USA liefert kaum nachhaltige Impulse für den USD

beginnenden dritten Quartal eine erneute leichte Zunahme der Wachstumsdynamik. Eine dauerhafte, aggressivere USD-Abwertung ist damit ebenso unwahrscheinlich wie eine nachhaltige Aufwertung.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

### Japan: Yen zwischen Interventionsangst und Suche nach BOJ-Absichten

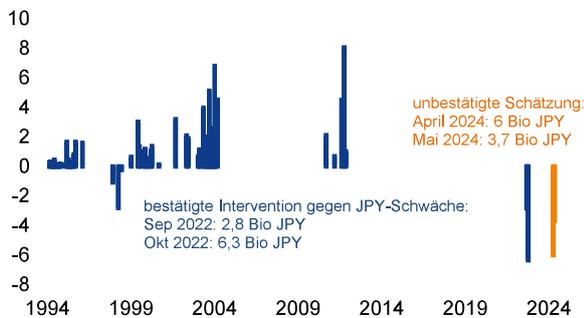
Die Bank von Japan sitzt derzeit wirklich zwischen allen Stühlen: Die Inflation zeigt sich viel zu hartnäckig, um ignoriert zu werden, andererseits lässt sich der private Konsum nicht vom soliden Lohnwachstum animieren. Und die anhaltende Schwäche des japanischen Yen ist aufgrund der Implikationen für die Importpreise eine weitere Baustelle. Die letzte Woche veröffentlichten BIP-Daten vom ersten Quartal haben zusätzlich Salz in die konjunkturellen Wunden gestreut und an die potenziellen Risiken übereilter Zinserhöhungen erinnert. Japans Wirtschaft ist noch stärker als befürchtet, nämlich um 0,5% (Q/Q), geschrumpft. Der private Konsum ist sogar um 0,7% (Q/Q) zurückgegangen, und auch das Minus bei den Investitionen von 0,8% (Q/Q) gibt zu denken – und das alles bei einem BIP-Deflator von 3,6% (J/J), der auf einen noch immer signifikanten Inflationsdruck hinweist.

### Japans Wirtschaft schrumpft

Nach der BoJ-Sitzung am 26. April war der Yen zunächst unter massiven Abwärtsdruck gekommen, da der Markt eine klare geldpolitische Vision für den weiteren Jahresverlauf vermisst hatte. USD-JPY-Kurse oberhalb von 160 JPY konnten nur mit (mutmaßlichen) Interventionen wieder eingefangen werden. „Mutmaßlich“, da wir die offizielle Bestätigung samt konkretem Interventionsvolumen erst Ende des Monats erhalten. Schätzungen gehen von 6 Bio. JPY (29. April) bzw. 3,7 Bio. JPY (1. Mai) aus, also zusammen rund 60 Mrd. USD! Eine beeindruckende Zahl, die keinen Zweifel lässt, dass es den Währungs-offiziellen ernst ist. Wir hatten uns bereits in der letzten FX-Monthly-Ausgabe zu möglichen Markteingriffen geäußert und können diese Einschätzung nur bekräftigen: „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.“

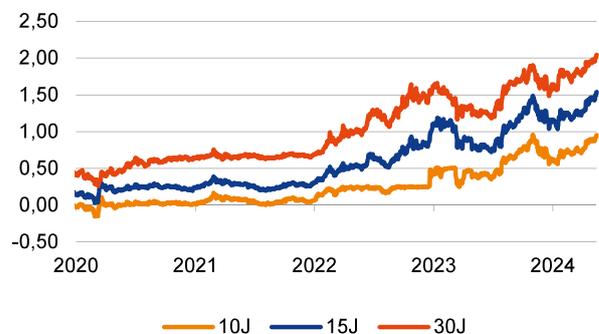
### Interventionen haben USD-JPY Grenzen gesetzt

**DIE NÄCHSTE INTERVENTIONSWELLE ROLLT**  
MONATLICHE KÄUFE VON USD UND EUR VS. JPY, IN Bio. JPY



Quelle: LSEG, Ministry of Finance Japan, DZ BANK

**AUCH JAPANS ZINSEN KENNEN DEN WEG NACH OBEN**  
JGB-RENDITE IN %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Während vorerst noch die allgegenwärtige Angst vor Interventionen das Bild prägen sollte, könnte im Sommer auch die Bank von Japan wieder von sich reden machen. Wir rechnen im Juli mit der nächsten moderaten Zinserhöhung, gefolgt von einem

### JGB-Renditen drängen nach oben

weiteren Schritt im Jahresverlauf. Die JGB-Renditen hören die BoJ-Signale schon jetzt; die richtungsweisenden zehnjährigen Zinsen nehmen entschlossen Kurs auf die symbolträchtige 1%-Marke. Eine bemerkenswerte Entwicklung für Japans Anleihemarkt – und dennoch nicht genug, um in USD-JPY die Folgen unserer revidierten US-Zinsprognose auszugleichen. Dass das DZ BANK Research die Leitzinswende der Fed jetzt erst für Dezember sieht, mischt auch die Karten für den Yen neu. Die These, dass deutlich fallende US-Renditen zu einer Wende in USD-JPY führen sollten, ist zwar weiterhin plausibel – allerdings erst zu einem deutlich späteren Zeitpunkt als bisher unterstellt.

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

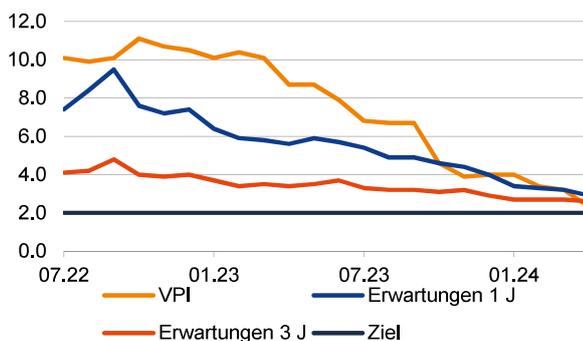
## Großbritannien: Zinssenkung im Sommer steht bevor

Während die Regierung bei den Kommunalwahlen und einigen Nachwahlen eine herbe Niederlage einstecken musste, sind die Nachrichten von der Wirtschaftsfrost überwiegend positiv. Die Rezession in der zweiten Jahreshälfte 2023 erwies sich als moderat und war nur von kurzer Dauer - die Wirtschaft kehrte bereits im ersten Quartal 2024 mit einer relativ starken Wachstumsrate von 0,6% (Q/Q) in den Expansionsmodus zurück. Auch an der Inflationsfront gab es (endlich!) gute Nachrichten. Der jährliche Verbraucherpreisindex sank von 4% Ende 2023 auf 2,3% im April. Die Kernrate fiel im selben Zeitraum von 5,1% auf 3,9%. Sogar die Inflation im Dienstleistungssektor, die in den letzten Jahren ein großes Problem darstellte, ist in diesem Jahr deutlich abgeklungen.

**Die leichte Rezession des vergangenen Jahres ist vorbei**

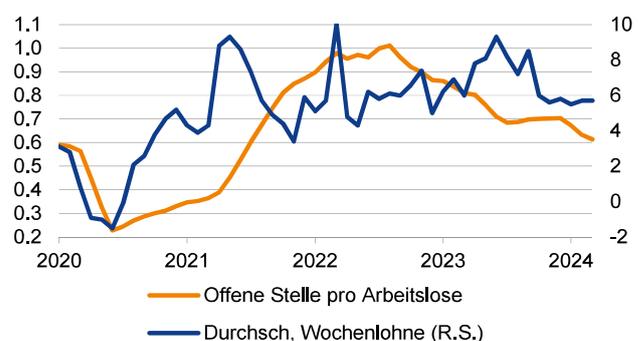
**Die Inflation geht weiter zurück, auch wenn einige Messgrößen noch immer zu hoch sind**

**INFLATION UND INFLATIONSERWARTUNGEN TENDIEREN SEIT MONATEN NACH UNTEN - DAS 2%-ZIEL IST NICHT MEHR WEIT ENTFERNT**  
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**DER LOHNSANSTIEG HAT SICH ETWAS VERLANGSAMT, UND DIE NACHFRAGE NACH ARBEITSKRÄFTEN IST RÜCKKLÄUFIG**  
DURCHSCHNITTLICHES WACHSTUM DER WOCHENLÖHNE IN % J/J (R.S)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Anlässlich ihrer Sitzung im Mai veröffentlichte die Bank of England (BoE) neue Konjunkturprognosen. Die BoE ist etwas optimistischer, was das Wirtschaftswachstum angeht, auch wenn es 2024 mit unter 1% (J/J) immer noch schwach ausfallen dürfte. Auch die Inflationsaussichten haben sich verbessert. Unter der Annahme, dass die Geldpolitik unverändert fortgeführt wird, dürfte die Teuerungsrate in einigen Jahren deutlich unter dem 2%-Ziel liegen. Angesichts dieser BoE-Prognosen und der erfreulicheren Daten der vergangenen Monate besteht u.E. nach nun Spielraum für eine vorsichtige Zinssenkung der BoE um 25 Basispunkte im Sommer – nach der die BoE im Übrigen weiterhin restriktiv aufgestellt sein wird! Aufgrund des Timings der jetzt angekündigte Wahl, sind die Chancen einer Leitzinssenkung in Juni nun nah Null, was den August in den Fokus

**Die neuen BoE-Prognosen deuten auf ein höheres BIP im Jahr 2024 und eine mittelfristig niedrigere Inflation hin**

**Es besteht Spielraum für eine Zinssenkung um 25 Bp, wahrscheinlich im August**

rückt. Die nächsten Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten werden letztendlich den Ausschlag geben.

Was das britische Pfund betrifft, so wird sein Schicksal von einer ganzen Reihe von Faktoren abhängen. Ganz vorne mit dabei natürlich die Geldpolitik der BoE, aber auch der Fed und der EZB. Doch bei der Parlamentswahl im Juli ist nun eine neue, Labour Regierung mit einer großen Mehrheit zu erwarten. Dies dürfte bereits ab dem dritten Quartal in einer neuen fiskalpolitischen Ausrichtung münden, die für das Pfund erhöhte Unsicherheit und damit volatilen Handel bedeuten dürfte. Allerdings ist eine große Verkaufswelle für das Pfund nicht zu erwarten. Die Labourpartei legt Wert auf wirtschaftliche Stabilität und wird keine radikale Umschichtung anstreben. GBP-USD und EUR-GBP sollten also weiterhin innerhalb der im Jahr 2024 gebildeten Bandbreiten handeln.

**Das Pfund konnte volatile handeln bis die Wahl vorbei ist**

**Die Handelsspanne des Jahres dürfen das Pfund weiter im Griff halten**

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

## BRITISCHE REGIERUNG STELLT SICH DEN WÄHLERN

Dass Großbritannien eines der vielen Länder ist, in dem in diesem „Superwahljahr 2024“ mit hoher Wahrscheinlichkeit ebenfalls gewählt würde, war bekannt – nur der genaue Wahltermin war es nicht. Den kann die Regierung im Vereinigten Königreich kurzfristig selber festlegen, und das hat sie jetzt getan: Gestern Abend hat Premierminister Rishi Sunak die nächsten Unterhauswahlen für den 4. Juli angekündigt. Ein Vorlauf von lediglich sechs Wochen bis zum Wahltermin ist dabei nichts Ungewöhnliches. **Geht man nach den aktuellen Umfragen, ist ein Regierungswechsel so gut wie sicher.** Die oppositionelle Labour-Partei liegt seit über zwei Jahren weit vor den Konservativen. Offenbar ist die Bevölkerung der inzwischen 14-jährigen Dauerregierung der „Tories“ überdrüssig, die ihr allein in der letzten Legislaturperiode drei Premiers mit völlig unterschiedlicher Programmatik beschert hat. Auch die Rekord-inflation, die aktuelle Wirtschaftsschwäche sowie viele enttäuschte Brexit-Erwartungen hängen der Regierungspartei negativ an.

Warum also hat Sunak die Neuwahlen gerade jetzt ausgerufen? Er hätte dazu bis Januar nächsten Jahres Zeit gehabt und viele Beobachter waren von einem Wahltermin im Herbst zum Wechsel des Parlamentsjahres ausgegangen. Womöglich hätten die Tories dank besserer Wirtschaftsdaten und erster Leitzinssenkung dann wieder mehr Rückhalt in der Wahlbevölkerung gehabt? Allerdings haben sich die Umfragewerte der Regierungspartei trotz besserer Wirtschaftszahlen in den letzten Wochen weiter verschlechtert und liegen nun nur noch bei knapp 20% – im Mehrheitswahlsystem Großbritanniens ist das äußerst schwach. Offenbar straft die Bevölkerung die Tories für ihre Hinhaltenaktik ab, die den Wechselwillen der Wähler missachtet. Davon hat zuletzt vor allem „Reform UK“ profitiert, die Protestpartei, die aus Nigel Farage's UKIP bzw. Brexit-Partei hervorgegangen ist und die Konservativen immer wieder vor sich hergetrieben hat. Ihre Umfragewerte sind denen der Tories zuletzt gefährlich nahegekommen, für die es jetzt offenbar vor allem darum geht, die erwartbar hohen Wahlverluste zu begrenzen.

Auch die – nur eingeschränkt – guten Konjunkturdaten dürften eine Rolle bei Sunaks Entscheidung gespielt haben. Das Wirtschaftswachstum ist im ersten Quartal mit 0,6% gegenüber dem Vorquartal so kräftig ausgefallen, dass wir unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr von 0,5 auf 0,8% angehoben haben. Die Inflationsrate ist im April deutlich auf 2,3% gesunken und liegt erstmals seit Monaten unter den Vergleichswerten aus den USA oder der EWU. Die sprunghafte Erholung der Wirtschaft aus der Rezession sowie der hartnäckig hohe Inflationsdruck bei den stark lohnbeeinflussten Dienstleistungspreisen haben jedoch eine baldige Zinswende der Bank of England (BoE) zuletzt wieder stärker in Frage gestellt. Eine erste Zinssenkung hätte der Regierung in den kommenden Monaten gewisse Finanzierungsspielräume für Wahlgeschenke ermöglicht. So gilt es jetzt wohl eher, mit dem Schwung der verbesserten Wirtschaftslage bei den Wählern zu punkten. Derweil ist eine Zinssenkung der BoE im Juni mit den Neuwahlen jetzt wohl endgültig vom Tisch, da die Notenbank jeden Zweifel an ihrer politischen Neutralität vermeiden wird.

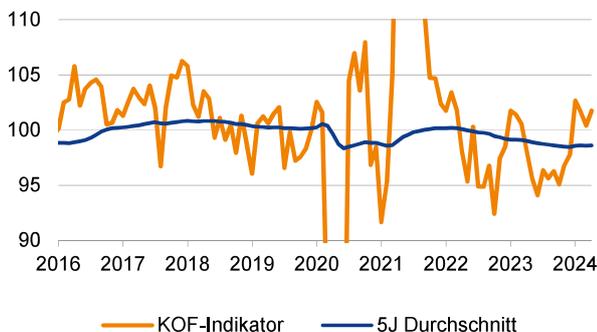
Die Parteien werden in den kommenden Tagen ihre Wahlprogramme vorlegen. Riesig sind die programmatischen Unterschiede zwischen den Konservativen und der wahrscheinlich künftigen Regierungspartei Labour unter dem als gemäßigt geltenden Keir Starmer allerdings nicht, so dass vor allem im wirtschaftspolitischen Bereich nicht mit größeren Umbrüchen zu rechnen ist.

## Schweizer Franken als Hort der Stabilität

Der Schweizer Franken gilt auch weiterhin als Inbegriff eines Sicheren Hafens. Wenn wir in der Überschrift dieses Kapitels von „Stabilität“ sprechen, spielen wir aber nicht auf seine Eignung in Krisenzeiten an, sondern auf die in den letzten Wochen kaum noch zu beobachtenden Wechselkursschwankungen. Die Aufregung nach der SNB-Zinswende im März hat sich längst gelegt, und EUR-CHF ist es zuletzt gelungen die Marke von 0,9900 CHF gen Norden zu überqueren. Sogar die Angst vor einer militärischen Eskalation nach den gegenseitigen Luftangriffen von Israel und Iran führte Mitte April nur für wenige Stunden zu einer erhöhten Franken-Nachfrage und einem kurzen Ausbruch aus der Range. Geopolitische Risiken dürften das Einzige sein, was EUR-CHF von unserem Hauptszenario (Range Trading um das aktuelle Niveau) ablenken könnte.

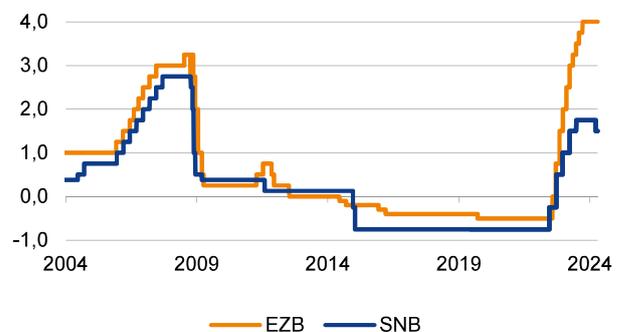
## Franken unter Druck

FRÜHINDIKATOREN LASSEN AUF BESSERUNG HOFFEN  
KOF-GESCHÄFTSKLIMA UND LANGFRISTIGER DURCHSCHNITT



Quelle: LSEG, DZ BANK

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



Quelle: LSEG, DZ BANK

Der anhaltend niedrige Inflationsdruck spricht für eine nächste SNB-Leitzinssenkung am 20. Juni. Diese ist weitgehend eingepreist und wäre kein Grund für Aufregung im Schweizer Franken, zumal sich bis dahin auch die EZB im Zinssenkungsmodus befinden sollte. Für eine betont aktive Währungspolitik hat die SNB keinen Anlass mehr. Sollte die Schweiz in die Deflation zu rutschen drohen, weil die Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation übers Ziel hinausgeschossen sein sollte, wären Eingriffe am Devisenmarkt die naheliegende Gegenwehr; doch danach sieht es nicht aus. Das sollten auch die Konsumentenpreise am 4. Juni bestätigen. Kurz davor, konkret am 30. Mai, gibt es die BIP-Wachstumsdaten für das erste Quartal, die noch von der globalen Wachstumsschwäche des Winterhalbjahrs geprägt sein dürften. Inzwischen lassen diverse Frühindikatoren auf eine konjunkturelle Verbesserung hoffen. Die Aussichten für die Schweizer Wirtschaft sind für den weiteren Jahresverlauf positiv, wenn auch aufgrund der Schwäche im internationalen Umfeld nur verhalten positiv. (Randnotiz: Erstmals hat das Schweizer Statistikamt eine Schnellschätzung vorgenommen und bereits vorige Woche ein vorläufiges BIP-Plus um 0,2% (Q/Q) für das erste Quartal veröffentlicht. Das SECO betont aber ausdrücklich den experimentellen Charakter dieser neuen Methode.)

## Gegenwärtig kein Anlass für aggressivere FX-Politik

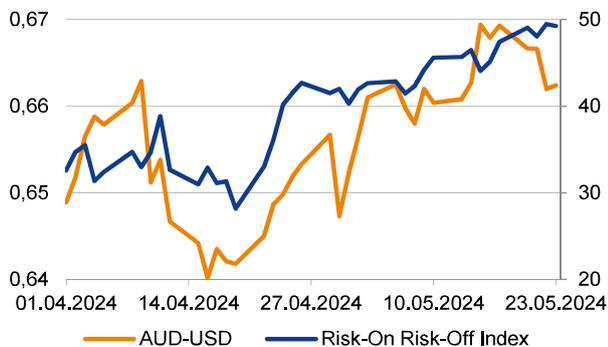
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

## Australien & Neuseeland: Leitzinssenkungen noch nicht in Sicht

Seit der letzten Ausgabe dieser Publikationsreihe hat der australische Dollar innerhalb des G10-Universums mit am stärksten gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Dies ist nicht nur auf die teilweise unerwartet schwachen US-Wirtschaftsdaten in diesem Zeitraum zurückzuführen. Die stetige Verbesserung des globalen Risikosentiments sowie die australischen Inflationsdaten des ersten Quartals waren ebenfalls verantwortlich für die Kursgewinne des „Aussie“. Letztere sind nicht so stark rückläufig gewesen wie marktseitig erwartet, besonders das von der RBA präferierte Maß für die zugrunde liegende Teuerung, die Trimmed Mean Inflation, ging nur leicht von 4,2% auf 4,0% (je J/J) zurück, womit sie immer noch deutlich über dem RBA-Zielband von 2-3% liegt. Folglich wurden die Zinssenkungserwartungen für 2024 in den Geldmarktsätzen nahezu vollständig ausgepreist (teilweise waren sogar wieder Zinserhöhungen eingepreist); die Cash Rate Futures für die Dezember-Sitzung der Reserve Bank of Australia (RBA) implizieren aktuell nur Zinssenkungen um -10 Bp. Dennoch veranlassten die Inflationsdaten die RBA Anfang des Monats nicht nochmal an der Zinsschraube nach oben zu drehen, auch wenn eine Zinserhöhung bei der Notenbanksitzung sogar diskutiert wurde. Wir halten die Hürde einer geldpolitischen Straffung für sehr hoch, auch weil das Protokoll der Mai-Sitzung offenbarte, dass die australischen Währungshüter die stärker als erwarteten Inflationsdaten als „Schwankung“ bezeichneten, auf die man nicht mit einer „übermäßigen Feinsteuerung“ reagieren sollte.

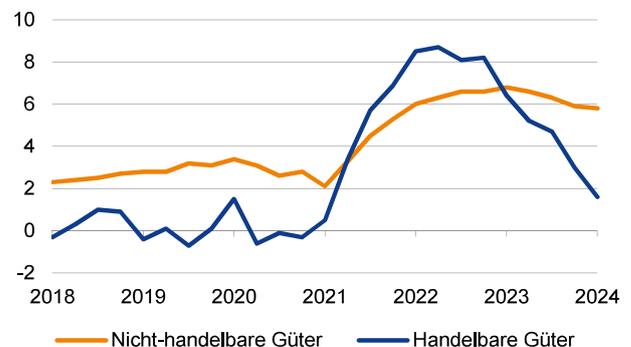
**AUD profitiert von stärker als erwarteten Inflationsdaten und Verbesserung des Risikosentiments**

**AU: DER AUSTRALISCHE DOLLAR PROFITIERTE SEIT MITTE APRIL AUCH VON DER AUFHELLUNG DES GLOBALEN RISIKOSENTIMENTS**  
LS: AUD-USD, RS: BBG-INDEX FÜR RISIKOAVERSION V. INVESTOREN



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

**NZ: INFLATION FÜR NICHT-HANDELBARE GÜTER WAR ZULETZT KAUM RÜCKLÄUFIG**  
IN % (J/J)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Die Q1-Preisdaten verdeutlichten aber auch, dass der Disinflationprozess schleppender verläuft als bislang angenommen, vor allem im Dienstleistungsbereich. Für etwas Erleichterung bei der RBA sollte daher der geringere Lohnndruck im ersten Quartal gesorgt haben – das Lohnwachstum ließ zum ersten Mal seit der Pandemie nach auf aktuell 4,1% (J/J). Dagegen birgt der Mitte Mai veröffentlichte Haushaltsentwurf für das kommende Fiskaljahr die Gefahr, dass die Inflation nicht so schnell nachlässt. Gerade die pauschalen Energiepreisrabatte für Haushalte und kleine Unternehmen senken die Inflation rein „künstlich“ und vor allem nicht nachhaltig, da diese nach Auslaufen der Subvention wieder die vollen Energiepreise zahlen müssen (Stichwort: Basiseffekte). Dagegen wird die Fiskalpolitik insgesamt expansiver: durch die geplanten Steuersenkungen ab dem 1. Juli sowie den höheren Transferleistungen an die privaten Haushalte dürfte diesen mehr Geld zur Verfügung stehen, was schließlich *ceteris paribus* die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhen

**Schleppend verlaufender Disinflationprozess lässt Tür für Zinssenkungen geschlossen**

und die Inflation anheizen dürfte. Dies bestärkt unsere Einschätzung nach umsichtigen Zinssenkungen der RBA – wir rechnen frühestens im November mit einer ersten geldpolitischen Lockerung und auf 12M-Sicht mit -50 Basispunkten an Senkungen. Der „Aussie“ sollte auf Jahressicht gegenüber Euro und US-Dollar daher vor allem von einem nicht so aggressiven Lockerungszyklus der RBA im Vergleich zu EZB und Fed profitieren.

Noch ein Stück „hawkisher“ als die RBA war diese Woche die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ). Die Währungshüter haben ebenfalls über eine weitere Zins-*erhöhung* diskutiert, sind aber nach wie vor davon überzeugt, dass das aktuelle Leitzinsniveau restriktiv genug ist, um die Inflation mittelfristig wieder innerhalb des RBNZ-Zielkorridors von 1-3% zurückzuführen. Aufgrund einer auf hohem Niveau verharrenden Dienstleistungsinflation hoben die Kiwis wie von uns erwartet ihre Inflationsprojektionen an. Während die Stabsmitarbeiter im Februar noch davon ausgingen, dass die Headline-Teuerungsrate bereits im dritten Quartal dieses Jahres wieder innerhalb des Zielbandes liegen sollte, rechnen sie nun erst im Schlussquartal damit. Zeitgleich gehen sie nun davon aus, dass der Leitzins erst im dritten Quartal 2025 gesenkt werden könne – was wir und auch die Geldmarktteilnehmer für übertrieben halten! Letztere haben ihre Zinssenkungsfantasien zwar ein wenig reduziert, allerdings sind bis zur April-Sitzung 2025 knapp -100 Bp an geldpolitischer Lockerung eingepreist.

Unserer Ansicht nach dürfte die RBNZ am aktuellen Zinsniveau auf 6M-Sicht festhalten, danach sollte aber die geldpolitische Wende eingeleitet werden. Durch die Kombination aus nach wie vor trüben Konjunkturaussichten – das DZ BANK Research rechnet für 2024 nur mit einem Wachstum von 0,6% (J/J) – sowie den jüngsten Anzeichen für eine Entspannung am Arbeitsmarkt dürfte der Preisdruck auch im Dienstleistungsbereich nachlassen. Aufgrund des schwachen fundamentalen Umfelds sowie der Tatsache, dass wir für Fed und RBNZ einen ähnlichen geldpolitischen Pfad auf Jahressicht prognostizieren, gestehen wir dem Kiwi-Dollar über alle Horizonte hinweg aktuell kein Aufwertungspotenzial zu.

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

### **Kanada: Bank of Canada wartet auf eine günstige Gelegenheit**

Kanadas Konjunktur hat sich in diesem Jahr bisher recht günstig entwickelt und dürfte in den kommenden Monaten weiter an Fahrt aufnehmen – auch wenn für das Gesamtjahr lediglich ein BIP-Wachstum von 0,8% (J/J) prognostiziert wird. Die Inflationsdaten sind derzeit uneinheitlich. Die Gesamtrate des VPI lag in den vergangenen drei Monaten zwar unter 3%, verharrte aber nur sehr knapp unter diesem Schwellenwert. Gleichzeitig ist die Trimmed Mean Inflation (ein wichtiger Wegweiser für die BoC) von 3,6% Ende 2023 auf 2,9% im April zurückgegangen. Dies dürfte die Bank of Canada (BoC) mit Genugtuung zur Kenntnis nehmen. Der hartnäckig hohe Wert der Trimmed Mean Inflation war mit ein Grund, warum die BoC so lange bei ihrer restriktiven Haltung geblieben ist. Auch der Arbeitsmarkt spielt für die Zinspolitik der BoC eine wichtige Rolle. Hier kann die Zentralbank ebenfalls die erwünschte Abkühlung feststellen, wenngleich diese langsamer erfolgt ist als erhofft. Immerhin ist die Arbeitslosenquote wieder auf über 6% geklettert und das Lohnwachstum hat sich verlangsamt (wenngleich es weiterhin auf hohen Niveaus bleibt). Auch beim Verhältnis zwischen offenen Stellen und der Arbeitslosenquote hat sich der Abwärtstrend der vergangenen 18 Monate fortgesetzt, was auf eine geringere Nachfrage nach Arbeitskräften hindeutet.

**Kiwi-Währungshüter heben  
Inflationsprojektion an und erwarten  
keine Zinssenkung vor Q3 2025**

**Schwache Konjunkturaussichten  
und Entspannung am Arbeitsmarkt  
sollte auch im Dienstleistungs-  
bereich für Rückgang der Inflation  
sorgen**

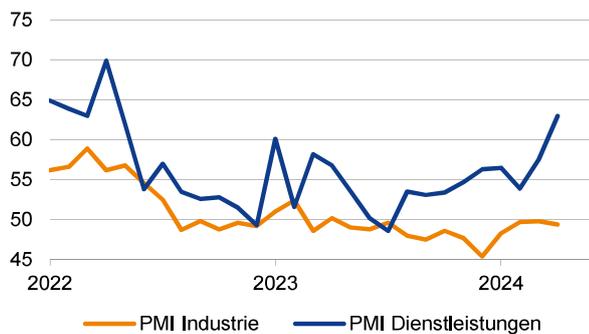
**Inflation verlangsamt sich  
allmählich, Arbeitsmarkt entspannt  
sich**

Vor diesem Hintergrund ist der Ausblick für die Geldpolitik relativ klar: Der seit etwa einem Jahr verfolgte restriktive Kurs hat Erfolge gezeitigt. Da sich die Inflation verlangsamt und innerhalb des Zielkorridors von 1-3% verharren sollte, kann die BoC es sich leisten, die Geldpolitik wieder zu lockern. Es geht nun um den optimalen Zeitpunkt. Die BoC dürfte mindestens noch einen letzten Satz hoffentlich günstiger Inflationsdaten abwarten wollen, bevor sie im Sommer eine vorsichtige Zinssenkung um 25 Basispunkte vornimmt. Ein weiterer, moderater Zinsschritt dürfte für den Herbst zu erwarten sein. Allerdings hat der BoC-Gouverneur bereits auf ein potenzielles Problem hingewiesen, nämlich die Frage, inwieweit Kanada in der Geldpolitik nennenswert vom Kurs der Federal Reserve abweichen kann. Die BoC hat nicht allzu viel Spielraum, wenn sie keine beträchtlichen Kursbewegungen am Devisen- und/oder Kapitalmarkt riskieren will. Und da die Fed ihre erste Zinssenkung wohl erst im Schlussquartal des Jahres vornehmen dürfte, sind aggressive Lockerungen seitens der BoC sehr unwahrscheinlich.

**Erste Zinssenkung im Sommer erwartet**

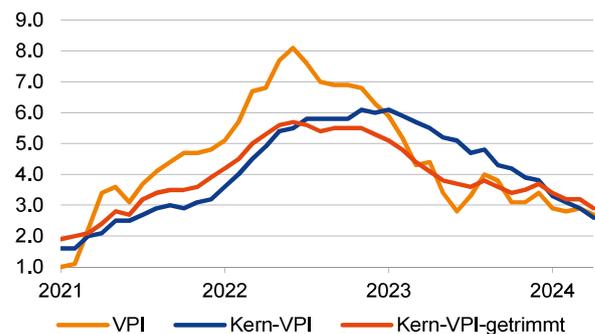
**BoC hat wenig Spielraum für aggressive Lockerung**

**DER ZUKUNFTSORIENTIERTE EINKAUFSMANAGERINDEX DEUTET AUF EINE KONJUNKTURBELEBUNG IM ZWEITEN HALBJAHR HIN**  
INDEXPUNKTE; DIFFUSIONSINDEX, 50 = NEUTRAL



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

**INFLATION REAGIERT NACH WIE VOR AUF DIE GELDPOLITIK, SODASS DER WEG FÜR EINE ZINSSENKUNG IM SOMMER FREI IST**  
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Im April kletterte USD-CAD auf einen neuen Jahreshöchststand von 1,3846 CAD. Seither konnte der kanadische Dollar seine Verluste zum Großteil wieder wettmachen und notiert jetzt bei etwa 1,3660 CAD. Dass der Loonie sich erholen konnte, obwohl eine Lockerung der Geldpolitik zu erwarten ist, deutet auf einen Stimmungsumschwung zu Ungunsten des USD hin. Diese Situation dürfte über den Sommer hinweg bestehen bleiben und dazu führen, dass der kanadische Dollar gegenüber seinen bedeutsamsten Konkurrenten fester handelt.

**CAD hat jüngste Verluste wieder wettgemacht und weist noch Spielraum auf**

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

**Skandinavien: Leitzinssenkung(en) in Schweden – in Norwegen wartet man ab**

Schwedens Inflation nähert sich dem Zielwert, während die Wirtschaftstätigkeit schwach ist. Der für die Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) lag im April bei 2,3% im Jahresvergleich, gegenüber 2,2% im März und damit sowohl unter den Markterwartungen (2,4%) als auch deutlich unter der Prognose der Riksbank, die bei 2,71% gelegen hatte. Damit ist das Inflationsziel der Notenbank in greifbare Nähe gerückt. Die schwedische Wirtschaft ist relativ schwach in das laufende Jahr gestartet. Das BIP sank im ersten Quartal auf der Grundlage einer Schnellschätzung geringfügig um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Sollte sich dieser Vorabwert bestätigen, wäre dies das vierte Quartal mit einer negativen Wachstumsrate in Folge. Alles in allem bestehen damit gute Rahmenbedingungen für die Riksbank das geldpolitische Bremspedal weiter zu lockern. Zumal sich auch der Arbeitsmarkt allmählich abschwächt, was sich in weniger offenen Stellen und mehr Entlassungen zeigt. Die Arbeitslosenquote ist mittlerweile auf 9,2% gestiegen. Als eine der ersten der G10-Notenbanken hat die Riksbank am 8. Mai den Leitzinssenkungszyklus eingeleitet und ihren Leitzins von 4,0% auf 3,75% gesenkt und erklärte in der Pressemitteilung, dass der Leitzins in der zweiten Jahreshälfte voraussichtlich noch zweimal gesenkt werden wird. Die Krone schwächte sich unmittelbar nach Bekanntgabe der Leitzinssenkung um knapp 1% zum Euro ab, konnte diesen Verlust aber innerhalb zweier Handelstage wieder wettmachen.

**Inflation nahe am Zielwert, die Wirtschaftstätigkeit ist schwach**

**Erste Leitzinssenkung im Mai, zwei weitere dürften im zweiten Halbjahr folgen**

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der Währungsraum durch die mittlerweile deutlich negativen Renditeaufschläge zur Eurozone wenig Anziehungskraft besitzt. Zwei- bis zehnjährige schwedische Staatsanleihen rentieren derzeit mit einem Abschlag von 15 bis 25 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen. Da wir nach dem Null-Wachstum im zurückliegenden Jahr eine erneute Stagnation erwarten, besteht für Schwedens Währung mittelfristig kaum Erholungspotenzial. Auch die angekündigten Leitzinssenkungen sprechen nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass sich der CPIF-Index auf dem aktuell niedrigen Niveau stabilisieren sollte und sich auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im laufenden Jahr von derzeit 3,9% auf 3,2% (jeweils J/J) abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,55 SEK.

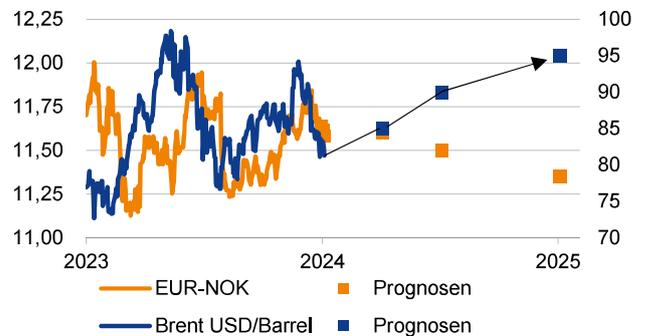
**EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,55 SEK erwartet**

**SCHWEDEN: 10J-BUNDSREAD WIEDER NEGATIV IN BASISPUNKTEN**



Quelle: LSEG, DZ BANK

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



Quelle: LSEG, DZ BANK

Norwegens Wirtschaft konnte im ersten Quartal eine Schrumpfung vermeiden, aber es fehlt ihr an klaren Wachstumsimpulsen. Die Zinssätze für neue Kredite haben ihren Höchststand erreicht, werden aber nicht so schnell sinken, solange die Norges Bank ihre Politik nicht lockert. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum im Laufe des Jahres mit der Erholung der Realeinkommen beleben wird, es aber immer noch schwach ausfallen sollte, da die Norges Bank die Zinsen, entsprechend ihren Projektionen, nicht vor Ende 2024 senken wird. Norwegens Inflation liegt zwar noch deutlich über dem Zielwert, die aktuellen Zahlen für April bestärken uns aber in unserer Überzeugung, dass die Norges Bank den Leitzins noch in diesem Jahr erstmals senken wird. Der Rückgang der Gesamtinflation von 3,9% im März auf 3,6% im April lag unter der Prognose der Norges Bank von 3,9%. Entscheidend ist, dass auch die Kerninflation etwas stärker als erwartet gesunken ist, von 4,5% im März auf ein 21-Monatstief von 4,4%. Die Norges Bank hatte 4,5% erwartet (alle Angaben J/J). Diese erfreuliche Entwicklung hat die Zentralbank auch bei ihrem Zinsentscheid am 2. Mai hervorgehoben. Gleichzeitig bereiten ihr andere Faktoren Grund zur Sorge. So ist die Wirtschaftstätigkeit etwas höher als erwartet und das Lohnwachstum dürfte wohl etwas stärker ausfallen als prognostiziert. Zudem bleibt die Krone hinter den Erwartungen der Währungshüter zurück. Am Ende fiel die Botschaft der Bank ziemlich restriktiv aus. Sie wiederholte, dass der Leitzins für einige Zeit unverändert bleiben müsse und dass "ein straffer geldpolitischer Kurs etwas länger als bisher vorgesehen erforderlich sein könnte". Die März-Prognose der Bank zeigte, dass die erste Kürzung im vierten Quartal erfolgen wird – es scheint, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger dies nun auf 2025 verschieben wollen.

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 von aktuell 106 auf gut 120 Basispunkte ansteigen, auf Jahresfrist erwarten wir 135 Basispunkte. Beim Rohölpreis der Sorte Brent gehen wir auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um 17% auf 95 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,35 NOK.

**Inflation merklich gesunken**

**Leitzins dürfte gegen Ende des Jahres erstmals gesenkt werden**

**Wir erwarten auf Zwölf-Monatsfrist anziehende Rohölpreise sowie höhere Renditeaufschläge**

**Auf Jahresfrist EUR-NOK- Notierungen um 11,35 NOK wahrscheinlich**

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

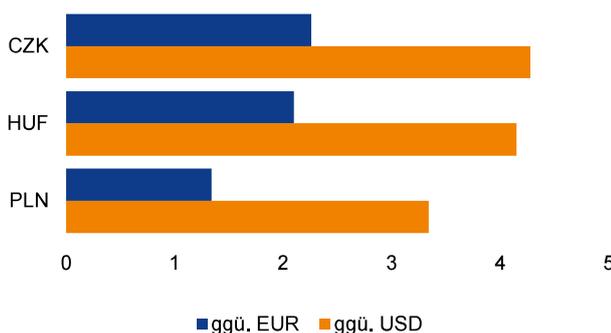
## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: CE3-Währungen atmen durch

Nachdem noch vor einigen Wochen geopolitische Risiken das Geschehen der CE3-Währungen geprägt hatten, sind nun wieder fundamentale Argumente in den Fokus gerückt. Raum gab diesen der Umstand, dass die marktseitigen Sorgen vor einer Eskalation der Lage im Nahen Osten spürbar nachgelassen haben und derzeit wieder ein weltweit freundlicheres Risikosentiment zu beobachten ist. Was die ökonomischen Aspekte betrifft, so hat Zloty und Co. der zuletzt in allen CE3-Staaten wieder zugenommene Preisdruck via rückläufiger Leitzinssenkungserwartungen unter die Arme gegriffen. Aber auch die jüngst veröffentlichten nationalen Wachstumszahlen für das erste Quartal, welche mehrheitlich besser als erwartet ausgefallen waren, verstärkten die allgemeinen Erwartungen einer im Jahresverlauf an Kontur gewinnenden konjunkturellen Erholung. Auch dies haben die CE3-Währungen wohlwollend zur Kenntnis genommen.

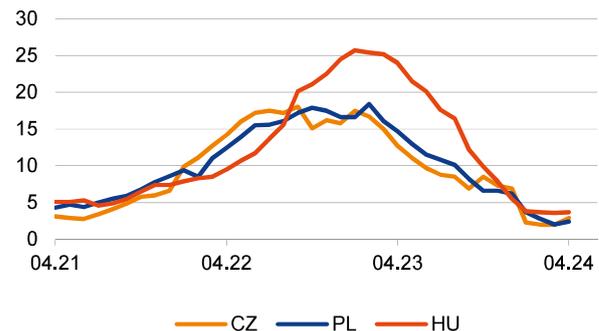
### Aufgehellten Risikosentiment gibt ökonomischen Argumenten Raum

**CE3-WÄHRUNGEN MACHEN AUF BREITER FRONT BODEN GUT**  
VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNGEN GGÜ. EUR BZW. USD IN DEN LETZTEN VIER WOCHEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**DER DISINFLATIONSPROZESS IST ZULETZT INS STOCKEN GERATEN**  
NATIONALE INFLATIONSWERTE (GESAMTRATEN) IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die kommenden Wochen betrifft, so dürfte besonders die ungarische Geldpolitik und damit der Forint im Fokus des Marktgeschehens stehen. Von Interesse ist hier besonders die Frage, wann der Leitzinssenkungszyklus sein Ende erreicht haben wird. Anlass für entsprechende Marktspekulationen gab jüngst der stellvertretende Vorsitzende der ungarischen Notenbank (MNB) Virag. Im Anschluss an die jüngste Leitzinssenkung um weitere 50 Bp machte er deutlich, dass der Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen nach der Juni-Entscheidung „sehr sehr begrenzt“ sein sollte (bislang sprach Virag in diesem Zusammenhang von „begrenztem Spielraum“). Seiner Ansicht nach wird sich der Leitzins (Base Rate) nach der Sitzung im Juni (18.6) zwischen 6,75% und 7% bewegen. Wir gehen daher davon aus, dass die MNB den Leitzins Mitte Juni um weitere 50 Bp auf dann 6,75% senken wird. Danach rechnen wir angesichts der temporär wieder zunehmenden Inflationsrisiken mit einem datenabhängigen Vorgehen der dortigen Währungshüter, wobei wir dann auch bereits einen Großteil der Leitzinssenkungen in diesem Lockerungszyklus gesehen haben sollten. Damit dürfte die ungarische Geldpolitik vergleichsweise restriktiv bleiben, was beim Forint weiterhin Anklang finden sollte.

### Ungarische Geldpolitik im Blick: Wie geht es nach der Juni-Sitzung weiter?

**Türkei & Südafrika: Währungen abhängig von der Politik**

Die türkische Notenbank (TCMB) hat in ihrem jüngsten Inflationsbericht ihre Inflationserwartung für Ende des Jahres von 36% auf 38% (jeweils J/J) angehoben. Ende 2025 rechnen die Währungshüter nach wie vor mit einem Rückgang der Teuerung auf 14% (J/J). Wenngleich der Preisdruck damit spürbar nachlassen sollte, so ist die Erreichung des Inflationsziels der TCMB von 5% (J/J) auch perspektivisch nicht in Sicht. Zentralbankchef Karahan geht davon aus, dass die Teuerung im Mai zwischen 75% und 76% (J/J) ihren Höhepunkt erreichen sollte. Im zweiten Halbjahr dürfte der Preisdruck dann allmählich nachlassen. Diese Einschätzungen rücken die nächsten CPI-Veröffentlichungen in den Fokus des Marktes, welche am 3. Juni auf der Agenda stehen. Sollte die Inflation (Gesamtrate) wie von Karahan erwartet von derzeit 69,8% (J/J) weiter auf rund 75% (J/J) steigen, so wäre dies der siebte Anstieg in Folge und der höchste Stand seit Ende 2022. Die türkischen Währungshüter dürften daher ihren restriktiven geldpolitischen Kurs zunächst weiter beibehalten, was die Lira mit einer Stabilisierung gegenüber Euro und Dollar auf überaus niedrigen Niveaus quittieren sollte.

**TCMB hebt Inflationsprognose für Ende des Jahres an**

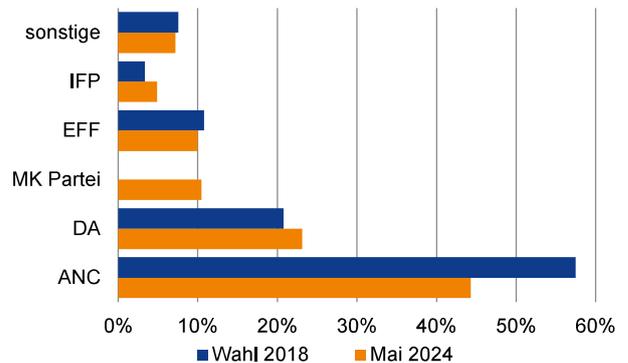
Die türkische Regierung hat indes einen dreijährigen Sparplan angekündigt, der darauf abzielt, die öffentlichen Ausgaben zu kürzen, um die Inflation zu dämpfen. Geplant sind u.a. eine 10-prozentige Kürzung der öffentlichen Mittel für den Kauf von Waren und Dienstleistungen sowie eine 15-prozentige Kürzung der Investitionen - mit Ausnahme der Ausgaben in den vom Erdbeben Anfang 2023 betroffenen Regionen. Zudem werden die Ausgaben für die Einstellung und Beförderung von Staatsbediensteten eingeschränkt. Auch der Bau oder Kauf von öffentlichen Gebäuden soll ausgesetzt werden, mit Ausnahme von Gebäuden, die zur Verringerung des Erdbebenrisikos gebaut werden oder von Naturkatastrophen betroffen sind. Bereits Mitte April hatte auch der türkische Arbeitsminister ein Einfrieren des Mindestlohns angekündigt, der normalerweise im Juli angehoben wird. Staatspräsident Erdogan zeigte sich zuversichtlich, dass die fiskalische Disziplin die Wirksamkeit der Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation unterstützen wird. Marktseitig wurden die in Aussicht gestellten Sparbemühungen zwar grundsätzlich begrüßt, zugleich jedoch kritisiert, dass Finanzminister Simsek keine Schätzung abgab, wieviel mit diesen geringeren Staatsausgaben letztendlich eingespart werden kann.

**Fiskalische Sparmaßnahmen im Fokus**

**ANGEKÜNDIGTE SPARPLÄNE DER REGIERUNG KÖNNEN BUDGETSORGEN DES MARKTES BISLANG NICHT LINDERN**  
TÜRKEI BUDGETSALDO IN % DES BIP, MARKTERWARTUNGEN GEMÄß BLOOMBERGUMFRAGE



**ANC DROHT VERLUST DER ABSOLUTEN MEHRHEIT**  
STIMMANTEILE IN %, UMFRAGE MAI



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Quelle: [Social Research Foundation Daily Tracking Poll](#)

Die Parlamentswahlen in Südafrika am 29. Mai stehen unmittelbar bevor. Die Umfragen deuten darauf hin, dass der ANC, der bei den letzten Wahlen 2019 noch 57% der Stimmen erreichen konnte, bis in den Bereich um 40% sinken könnte. Präsident Ramphosa verbreitete zwar Optimismus, dass erneut eine absolute Mehrheit erreicht werden könnte, deutliche Zweifel sind aber angebracht. Der letzte Pfeil im Köcher des Präsidenten dürfte die Unterzeichnung einer umstrittenen Gesundheitsreform sein, die bereits Ende letzten Jahres die letzte parlamentarische Hürde genommen hatte. Mit der Aussage damit die Apartheid im Gesundheitswesen überwinden zu können, knüpfte Ramphosa an das Ende der Apartheid vor 30 Jahren an. Ob die Erinnerung an die Geschichte den ANC noch zu einer Mehrheit verhelfen kann, erscheint aber eher zweifelhaft. Ohne den ANC wird aber auch keine Regierungsbildung möglich sein. Für den weiteren politischen Weg eröffnen sich damit zahlreiche Varianten, die auch die Richtung an den Finanzmärkten entscheidend beeinflussen. Sollte der ANC eine absolute Mehrheit nur knapp verfehlen, dürfte es gelingen mit kleineren Parteien ohne eine größere Richtungsänderung weiterzuarbeiten, was zumindest kurzfristig positiv für den Rand sein dürfte. Bei größeren Verlusten wird sich der ANC aber entscheiden müssen, ob er mit der bisher größten Oppositionspartei, der eher bürgerlichen DA zusammenarbeiten will oder ob die linke EFF oder/und die MK-Partei Koalitionspartner werden. Ersteres würde den Rand stärken. Beeinflusst wird der Wahlausgang aber auch von den jüngsten Gerichtsentscheidungen. Das Verfassungsgericht hat entschieden, dass Ex-Präsident Zuma, der Spitzenkandidat der neugegründeten MK-Partei, aufgrund einer Verurteilung im Jahr 2021 nicht in das Parlament einziehen darf. Die Wahlbehörde hat allerdings bereits verkündet, dass Zuma auf den Wahlzettel bleibt. Damit kann er weiter als Zugpferd für die MK-Partei dienen. Umfragen zeigten, dass noch fast ein Drittel der Südafrikaner noch keine Wahlentscheidung getroffen hat, was auf einen offenen Ausgang deutet. Bemerkenswert ist, wie der Rand sich den politischen Unsicherheiten entgegenstemmt. Der von Rekord zu Rekord eilende Goldpreis dürfte hier der entscheidende Faktor gewesen sein, die Wahlen bzw. die anschließende Suche nach einer Regierung könnte den Rand aber merklich bewegen.

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

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

## **Wahlen stehen in Südafrika im Blickpunkt**

## **China: Warum trotz der Yuan der neuen US-Zollrunde?**

Nachdem bereits die BIP-Daten vom ersten Quartal überraschend solide ausgefallen waren, weisen jetzt weitere Frühindikatoren auf eine Fortsetzung der Konjunkturerholung. Dass diese wesentlich auf staatliche Maßnahmen zurückzuführen ist (Investitionen, Subventionen für Exportindustrie, ...) gibt zwar für den weiteren Ausblick zu denken, veranlasst uns aber dennoch zu einer Aufwärtsrevision unserer Wachstumsprognose. Für das laufende Jahr rechnet das DZ BANK Research jetzt mit einem BIP-Plus von 4,8% (J/J), nach zuvor 4,3% (J/J), wobei die Dynamik in der zweiten Jahreshälfte schon wieder nachlassen sollte.

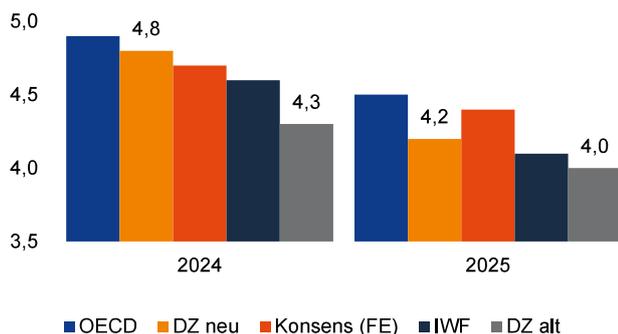
## **Revision BIP-Prognose**

Dieser Ausblick wird auch nicht durch die jüngsten Entwicklungen in der Handelspolitik gestört. Die US-Administration hat für bestimmte Importe aus China Strafzölle angekündigt, um sich gegen die unfairen Handelspraktiken des Landes zu wehren. Auch wenn es sich um öffentlichkeitswirksame Produkte handelt (E-Autos, Halbleiter, Aluminium & Stahl, ...), sind die unmittelbaren realwirtschaftlichen Folgen wohl zu vernachlässigen. Viele der neuen Zölle gelten nicht ab sofort, sondern sind zeitlich

## **Biden verkündet Strafzölle – realwirtschaftliche Folgen gering**

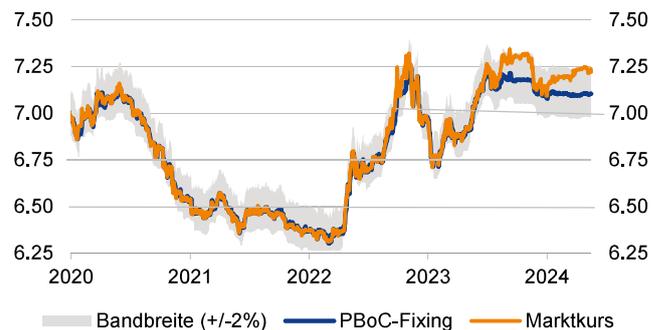
über die nächsten Jahre gestreckt. Zudem sind nur US-Importe von 18 Mrd. USD betroffen, was weniger als 0,1% des US-BIP bedeutet. (Zum Vergleich: die Zollrunde von Trump betraf 300 Mrd. USD an Importen; die US-Einfuhren aus China betragen 2023 knapp 430 Mrd. USD). Unter den diesmal betroffenen Gütern haben lediglich die chinesischen Exporte von Lithium-Batterien einen nennenswerten Marktanteil in den USA. Demnach wäre also kein breiter Konjunkturschock (nebst Anpassungsprozessen) wie bei der letzten Zollrunde unter Trump zu befürchten.

**AUFWÄRTSREVISION DER WACHSTUMSPROGNOSE**  
BIP-WACHSTUM IN % (J/J)



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

**PEKING VERTEIDIGT YUAN-STABILITÄT GEGEN MARKTDRUCK**  
USD-CNY: MARKTKURS UND TÄGLICHES REFERENZFIXING DER PBOC MIT ZULÄSSIGER +/-2% ABWEICHUNG



Quelle: LSEG, PBoC, DZ BANK

Es hierbei zu belassen und nur als Kampagne im US-Wahlkampf abzutun, wäre allerdings zu kurz gegriffen. Bei den Gütern auf der US-Liste geht es mehrheitlich um Zukunftstechnologien. Die Zölle sollen u.E. einen klaren Abschreckungseffekt haben, um zu verhindern, dass China mithilfe seiner aggressiven Preissetzung überhaupt erst US-Marktanteile aufbauen kann. Es gibt also durchaus einen langfristigen möglichen Effekt, auch wenn sich dieser nicht schon im Jahr 2024 in Chinas BIP-Daten niederschlägt. Zwei wichtige Faktoren für das abschließende Urteil über die Folgen der neuen Zölle sind noch ungeklärt: Wie wird China darauf reagieren, und werden andere Länder dem US-Beispiel folgen? Die Erfahrungen der letzten Handelsstreitigkeiten lehren uns, dass China die US-Aktion vermutlich weder übereilt noch mit aggressiven Gegenzöllen beantwortet, sondern eher mit gezielten Nadelstichen. Während dies die Interpretation „alles nur halb so wild“ unterstützt, droht von anderer Seite neue Unsicherheit. Was passiert, wenn sich weitere Nationen dem US-Vorbild anschließen und ihre Märkte gegen Chinas Export-offensive abschirmen wollen? Die Verflechtungen Europas mit China sind in bestimmten Branchen größer als die der USA, die Einführung von EU-Strafzöllen hätte demnach andere konjunkturelle Implikationen und könnte in den Sommermonaten erneut zur Sprache kommen.

### Strafzölle als prophylaktische Maßnahme

Die von uns unterstellte Reaktion des Yuan auf die jüngsten Ereignisse klingt zunächst paradox. Wir gehen davon aus, dass Peking jetzt erst recht bemüht sein wird, sich dem marktseitigen Abwertungsdruck entgegenzustellen und die übergeordnete USD-CNY-Stabilität der letzten Monate um 7,25 CNY zu verteidigen. Egal ob ein schwächerer Yuan fundamental gerechtfertigt wäre oder nicht – im aktuellen Umfeld würde er vermutlich als kompetitive Abwertung bzw. als Antwort auf die US-Zölle interpretiert. Die Gefahr läge nahe, dass der Markt den Wechselkurs zum Spielball der internationalen Handelspolitik erklärt und sich der Yuan mit neuen spekulativen Kräften auseinandersetzen muss. Dennoch könnte dieses Szenario mittel- und langfristig zur Realität werden, sofern sich China zu einer schärferen

### Jetzt erst recht: Peking setzt auf demonstrative Stabilität in USD-CNY

Antwort an die USA entschließen sollte. Vorerst dürfte jedoch eine geradezu demonstrative USD-CNY-Stabilität das Bild prägen, unterstützt von Gerüchten über ein breit aufgestelltes Rettungspaket für den Immobilienmarkt, die das Yuan-Sentiment derzeit aufhellen.

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

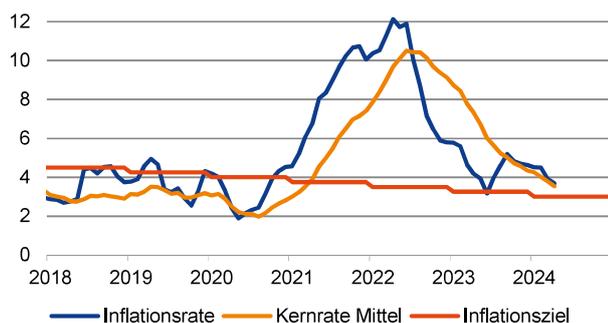
## Brasilien & Mexiko: Notenbanken passen an

Die US-Notenbank bildet für die Währungshüter in Lateinamerika immer ein wichtiger Orientierungsrahmen. Dies gilt auch für Brasilien, obwohl wenn das Land geografisch und über die wirtschaftliche Verflechtung weiter von den USA entfernt ist als andere. Ein längeres zinspolitisches Innehalten der Fed dürfte daher auch dazu beigetragen haben, dass die Banco Central do Brasil (BCB) bei ihrer letzten Sitzung die Zielmarke für Tagesgeld (Selic) nur noch um 25 Bp statt der in der Sitzung zuvor angedeuteten 50 Bp gesenkt hat. Wie in den meisten anderen Währungsräumen muss aber auch die Geldpolitik in Brasilien feststellen, dass das letzte Stück auf dem Weg zurück zum Inflationsziel das schwerste ist. Dabei liegen die Jahresraten der wichtigsten Preisindikatoren bis einschließlich April auf einem weitgehend stabilen Abwärtspfad. Die Inflationsrate rutschte auf 3,7% (J/J) und die fünf von der Notenbank hervorgehobenen Indikatoren für den Preisauftrieb lagen mit durchschnittlich 3,5% (J/J) auf dem niedrigsten Niveau seit März 2021. Allerdings ist zu beachten, dass das Inflationsziel für Ende 2021 noch bei 3,75% (J/J) lag, während nun eine Rate von 3,0% (J/J) angestrebt wird. Entsprechend besteht in der BCB Einigkeit, dass die Geldpolitik noch eine längere Zeit restriktiv sein müsste. Die jüngste Entscheidung fiel allerdings nur sehr knapp aus und vier von neun Vertretern votierten sogar für einen größeren Schritt. Zu den künftigen Zinsentscheidungen verzichtete die Notenbank auf klare Signale und will nun von Fall zu Fall entscheiden. Das Zinsniveau ist mit 10,50% aber noch so hoch, dass weitere Senkungen erfolgen können, ohne dass die Geldpolitik den restriktiven Bereich verlässt. Nach den jüngsten Stellungnahmen wurden die Senkungserwartungen jedoch spürbar zurückgenommen und in der wöchentlichen Befragung der Notenbank wird für das Jahresende inzwischen nur noch eine Lockerung auf 10,0% erwartet. Dies erscheint uns angesichts der noch fünf ausstehenden Zinssitzungen in diesem Jahr zwar etwas zu verhalten, mit Zinspausen ist aber künftig zu rechnen. Für den Real bleibt der hohe Zinsvorsprung damit ein wichtiger Unterstützungsfaktor, der Belastungen von Seiten der unsicheren fiskalischen Aussichten ausgleichen kann.

**Fortschritte bei der Eindämmung des Preisauftriebs werden schwieriger**

### NIEDRIGERES INFLATIONSZIEL ERFORDERT MEHR ANSTRENGUNGEN

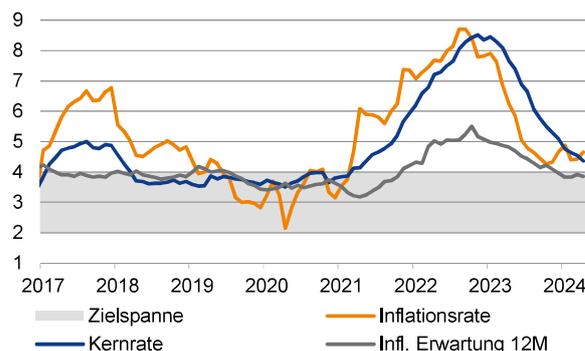
J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg, Banco Central do Brasil, DZ BANK

### PREISAUFTRIEB IN MEXIKO NOCH IMMER ZU HOCH

J/J IN %



Quelle: Bloomberg, Banco de México, DZ BANK

Die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen am 2. Juni stehen unmittelbar bevor. Wahlkampf und drei Fernsehdebatten der Kandidaten sorgten bei den Umfrageergebnissen aber für keine materiellen Verschiebungen und so geht die Kandidatin des Regierungsbündnisses Claudia Sheinbaum als klare Favoritin in die Wahlen. Spannend dürfte allenfalls werden, ob es dem Regierungsbündnis um die größte Partei Morena gelingt, im Parlament eine Zweidrittelmehrheit zu erringen, die einen erheblich umfassenderen politischen Umbau ermöglichen würde. Ohne den scheidenden Präsidenten Lopez Obrador, der in der breiten Öffentlichkeit weiterhin beliebt ist, aber für eine ausgeprägte Polarisierung sorgt, lief in der von ihm gegründeten Morena wenig. Entsprechend wird in den mexikanischen Medien darüber spekuliert, ob Lopez Obrador auch nach der Amtsübergabe, die für den 1. Oktober vorgesehen ist, im Hintergrund die Fäden in der Hand halten wird. In verschiedenen Teilbereichen deutete Claudia Sheinbaum aber bereits an, von der Politik von Lopez Obrador abweichen zu wollen.

**Wahlen in Mexiko sollten keine größeren Marktreaktionen auslösen**

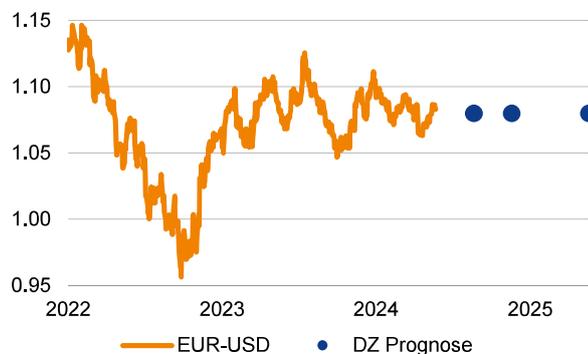
Die Banco de México hat im Mai erwartungsgemäß auf eine zweite Zinssenkung verzichtet, Notenbankgouverneurin Rodriguez, deutete aber an, dass weitere Lockerungen erfolgen dürften. Einig ist sich die Notenbankführung bei dieser Einschätzung aber nicht. Vor allem der hartnäckige Anstieg der Dienstleistungspreise wird als problematisch angesehen. Im April sorgten zudem die Preise außerhalb der Kernrate für einen Anstieg der Inflationsrate auf 4,7% (J/J), während in der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel der Abwärtstrend grundsätzlich bestehen blieb und mit 4,4% der niedrigste Wert seit drei Jahren erreicht wurde. Beide Größen liegen damit aber noch immer oberhalb der Zielspanne von 1% bis 4% und zeigen die Notwendigkeit einer straffen Geldpolitik. Lockerungen dürften daher nur sehr vorsichtig erfolgen und ausgehend vom aktuellen Leitzins von 11% sollte das Zinsniveau bis in das kommende Jahr zweistellig bleiben. Der Peso wird von dieser Aussicht zwar grundsätzlich gestützt, das Bewertungsniveau erscheint aber mittlerweile sehr ambitioniert, sodass mit Rückschlägen gerechnet werden muss.

**Zurückhaltende Geldpolitik auch in Mexiko**

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

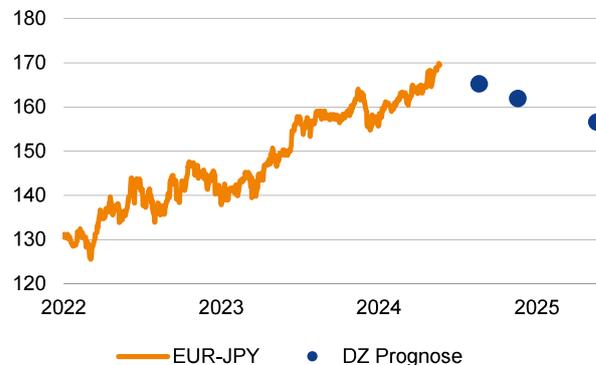
## JÜNGSTE WECHSELKURSBEWEGUNGEN UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



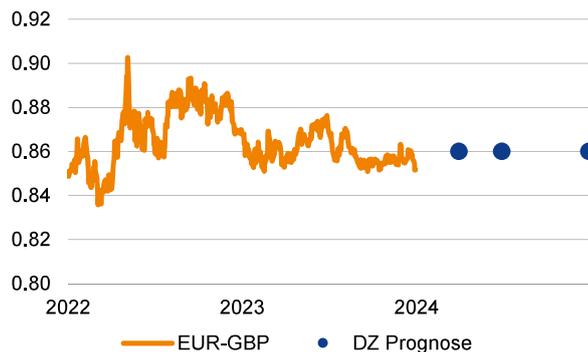
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



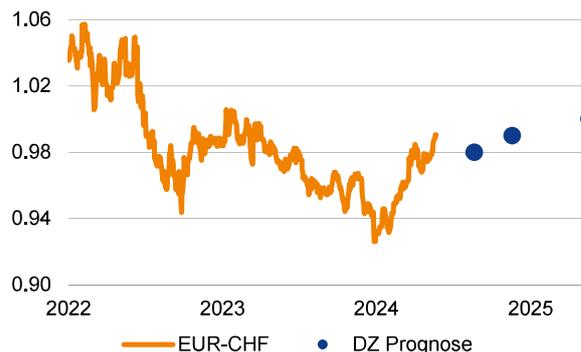
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



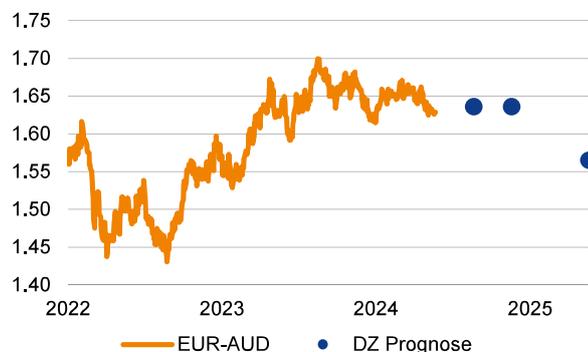
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



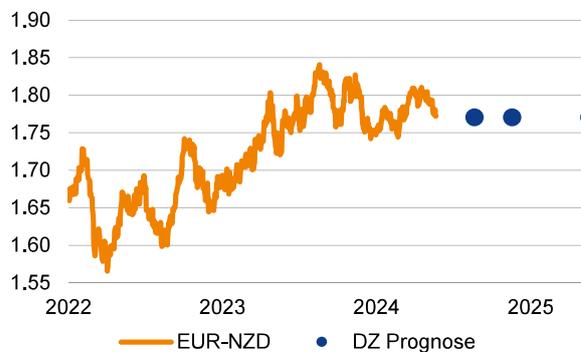
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



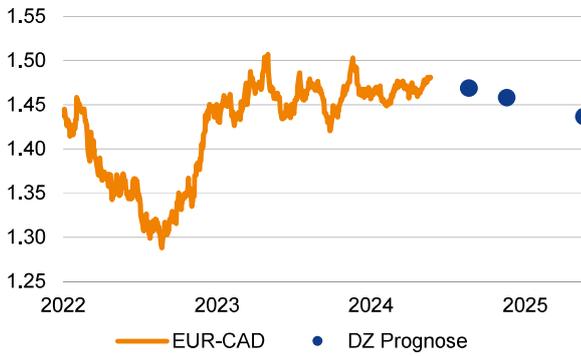
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



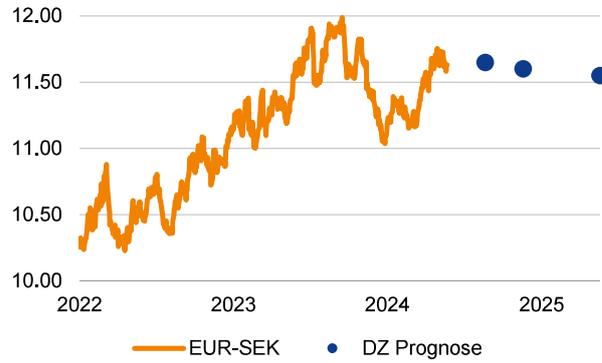
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



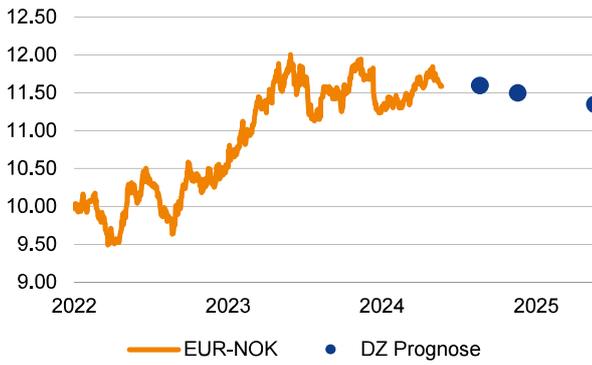
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



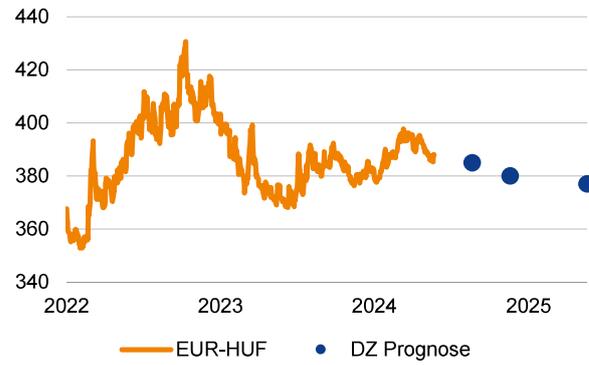
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



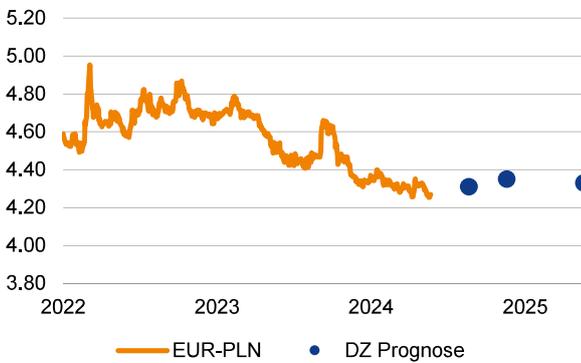
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



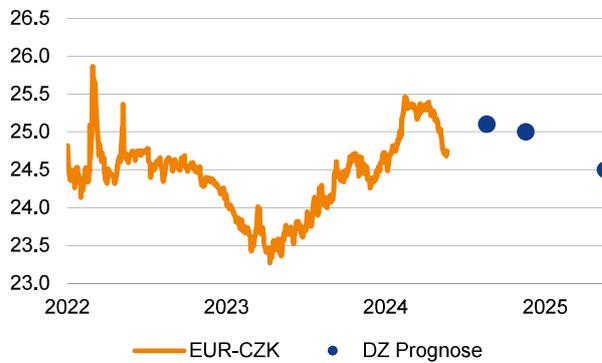
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



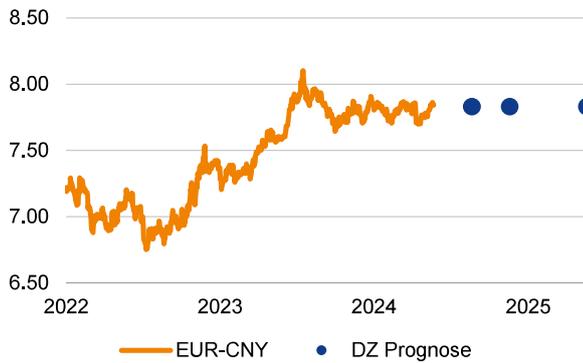
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



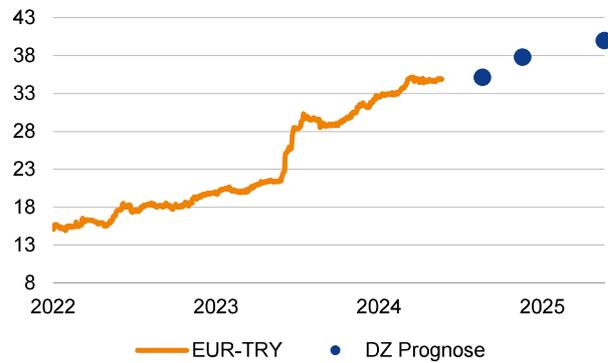
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



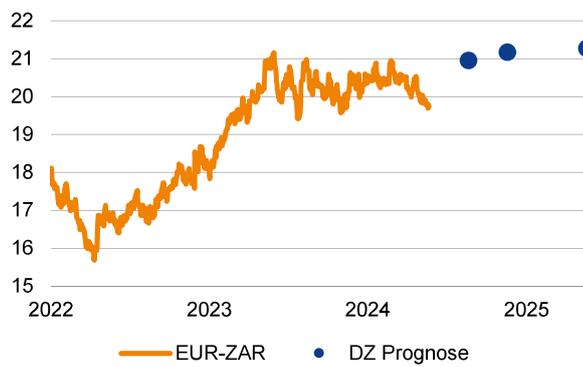
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY**



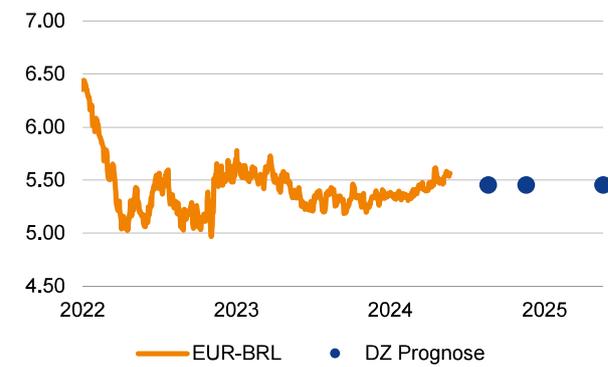
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



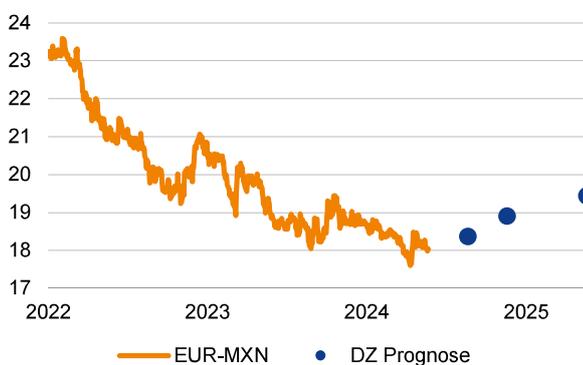
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

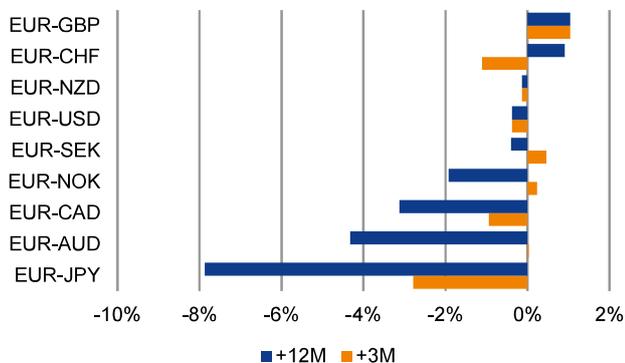
**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

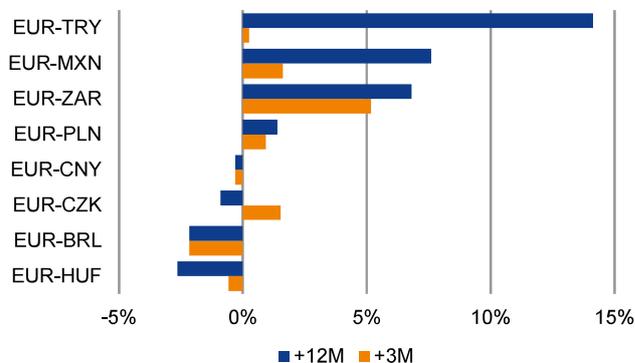
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.0841	1.08	1.08	1.08
EUR/GBP	0.8511	0.86	0.86	0.86
EUR/JPY	169.97	165	162	157
EUR/CHF	0.9910	0.98	0.99	1.00
EUR/AUD	1.6360	1.64	1.64	1.57
EUR/NZD	1.7729	1.77	1.77	1.77
EUR/CAD	1.4827	1.47	1.46	1.44
EUR/NOK	11.57	11.60	11.50	11.35
EUR/SEK	11.60	11.7	11.6	11.6
EUR/PLN	4.2704	4.31	4.35	4.33
EUR/CZK	24.72	25.1	25.0	24.5
EUR/HUF	387.2	385	380	377
EUR/TRY	35.01	35.1	37.8	40.0
EUR/ZAR	19.92	21.0	21.2	21.3
EUR/CNY	7.8539	7.83	7.83	7.83
EUR/BRL	5.5745	5.45	5.45	5.45
EUR/MXN	18.07	18.4	18.9	19.4

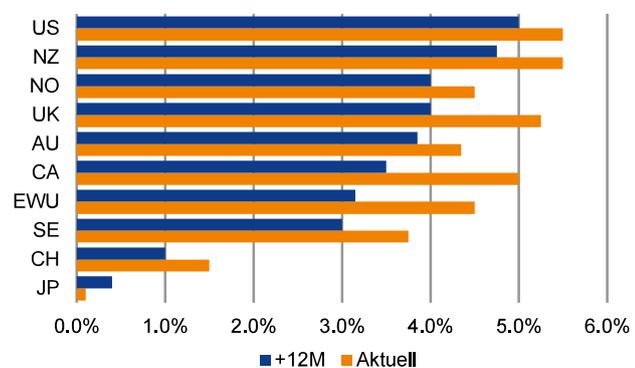
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0841	1.08	1.08	1.08
GBP/USD	1.2737	1.26	1.26	1.26
USD/JPY	156.78	153	150	145
USD/CHF	0.9141	0.91	0.92	0.93
AUD/USD	0.6627	0.66	0.66	0.69
NZD/USD	0.6115	0.61	0.61	0.61
USD/CAD	1.3677	1.36	1.35	1.33
USD/NOK	10.68	10.74	10.65	10.51
USD/SEK	10.70	10.8	10.7	10.7
USD/PLN	3.9391	3.99	4.03	4.01
USD/CZK	22.81	23.2	23.1	22.7
USD/HUF	357.2	356	352	349
USD/TRY	32.30	32.5	35.0	37.0
USD/ZAR	18.37	19.4	19.6	19.7
USD/CNY	7.2446	7.25	7.25	7.25
USD/BRL	5.1421	5.05	5.05	5.05
USD/MXN	16.67	17.0	17.5	18.0

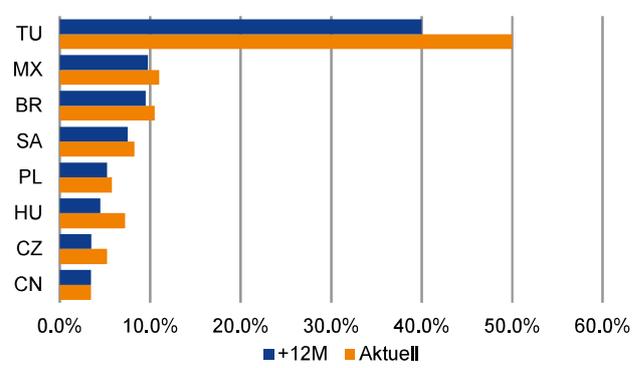
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINS-PROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINS-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## VOLSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
<b>Euroraum</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.4	0.8	1.5	0.4	0.5	1.0	1.5
Inflation (in % gg. Vj.)	5.4	2.5	2.1	2.6	2.5	2.4	2.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.6	-2.9	-2.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.5	2.3	2.4				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.5	2.4	2.2	3.0	2.8	2.1	1.7
Inflation (in % gg. Vj.)	4.1	3.0	2.6	3.2	3.3	2.9	2.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.5	-6.2	-6.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.0	-3.2	-3.3				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.9	0.8	1.0	0.8	0.0	1.1	1.1
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	2.38	1.4	2.9	2.7	2.3	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-4.3	-3.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.5	3.5	3.5				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.1	0.8	1.2	0.2	0.6	1.0	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	7.3	2.5	2.3	3.5	1.9	2.2	2.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.3	-4.0	-3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.4	-2.9	-3.3				
<b>Schweiz</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.3	1.0	1.7	0.6	1.1	1.2	1.3
Inflation (in % gg. Vj.)	2.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.0	1.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0.1	0.4	0.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8.0	8.0	8.0				
<b>Australien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.1	1.3	2.7	1.2	1.1	1.3	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	5.6	3.3	3.0	3.6	3.4	3.2	3.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	0.7	-1.7	-0.9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.2	1.4	-1.1				
<b>Neuseeland</b>							
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				
<b>Kanada</b>							
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	2.5	2.4	3.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	0.1	-2.4	-2.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.8	-1.5	-1.8				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.0	0.2	1.8	-0.8	0.2	0.6	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	8.6	3.2	1.7	4.7	3.4	2.7	2.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0.5	-0.9	-0.7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6.8	5.6	4.4				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.5	1.3	0.9	1.3	1.6	1.9	0.4
Inflation (in % gg. Vj.)	5.5	3.6	2.1	4.4	3.3	3.7	2.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	17.7	7.3	2.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17.6	13.3	11.0				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

## V OLSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0.8	2.3	3.3
Inflation (in % gg. Vj.)	17.1	4.0	4.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.2	-4.5	-3.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.3	0.3	-0.6
<b>Polen</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.1	2.9	3.8
Inflation (in % gg. Vj.)	11.4	3.7	4.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-5.5	-4.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.6	-0.3	-1.6
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0.2	1.3	2.9
Inflation (in % gg. Vj.)	10.6	2.6	1.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.9	-2.5	-1.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.4	0.1	0.0
<b>Türkei</b>			
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
<b>Südafrika</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0.6	0.7	1.4
Inflation (in % gg. Vj.)	5.9	5.2	5.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.0	-5.2	-5.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.6	-2.2	-2.3
<b>China</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.2	4.8	4.2
Inflation (in % gg. Vj.)	0.2	0.6	1.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.9	-8.0	-7.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.2	1.3	1.0
<b>Brasilien</b>			
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	-1.7	-1.8
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.2	2.1	2.3
Inflation (in % gg. Vj.)	5.5	4.6	3.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.4	-5.0	-4.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-0.4	-0.2

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

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

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** +49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

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

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

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

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

### 4.3 Aktienindizes

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

### 4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

#### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

#### 3. Strategie Covered Bonds

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information von Markit Indices GmbH**

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

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

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

#### **Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability**

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) kostenlos eingesehen werden.

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

#### **Ergänzende Information von 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.

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