



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

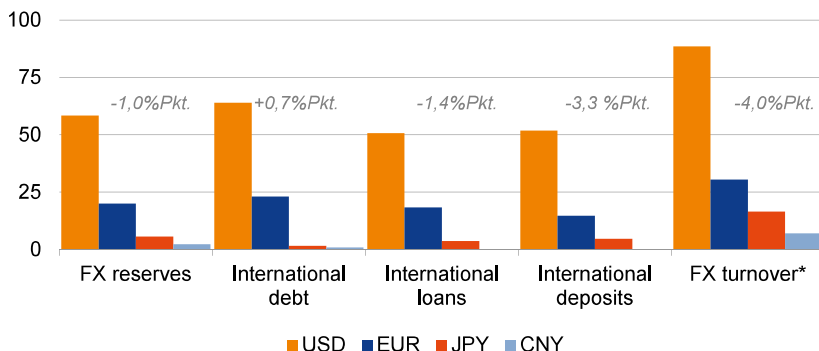
Internationale Rolle des Euro: insgesamt stabil, punktuelle Verschiebungen

Im Rennen um die erste Leitzinssenkung in diesem Zyklus hat die EZB die US-Notenbank klar auf die hinteren Plätze verwiesen. Ein nachhaltiges geldpolitisches Auseinanderdriften wirkt angesichts der zögerlichen EZB-Haltung und der gegen Jahresende absehbaren Fed-Wende allerdings wenig wahrscheinlich. Euro und Dollar messen sich aber nicht nur geldpolitisch, auch ihre strukturelle Rolle ist immer wieder ein Thema. Kürzlich hat die EZB ihre jährliche Bestandsaufnahme zur „internationalen Rolle des Euro“ veröffentlicht und damit einen anderen Blickwinkel auf die Diskussion über den mutmaßlichen Niedergang des US-Dollars als Leitwährung geliefert.

Die EZB prüft dabei die verschiedenen Rollen, die die Gemeinschaftswährung im internationalen Kontext einnimmt. Insgesamt kommt sie zu dem Ergebnis, dass die Bedeutung weitgehend stabil geblieben ist, sieht aber in einzelnen Segmenten durchaus Verschiebungen und warnt vor einer möglichen Fragmentierung des globalen Finanzsystems in einer zunehmend multipolaren Welt. Das Jahr 2023, auf das sich die Erhebung bezieht, war geprägt von geopolitischen Spannungen, aber auch von Leitzinserhöhungen und Inflation. Einen leichten Bedeutungsverlust hat der Euro als Reservewährung erfahren. Rund ein Drittel dieses Rückgangs führt die EZB auf die Interventionspolitik der Schweizerischen SNB und deren EUR-Verkäufe zurück. Klar rückläufig war der EUR-Anteil bei den internationalen Einlagen, während er bei ausstehenden Anleihen und auch als Fakturierungswährung im Außenhandel zugelegt hat.

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

EURO BEHAUPTET SEINE ROLLE ALS WELTWEIT ZWEITWICHTIGSTE WÄHRUNG
GLOBALER ANTEIL IN % UND VERÄNDERUNG EUR-ANTEIL (2023 VS. 2022) IN %-PUNKTEN



Quelle: EZB

(*) Da an FX-Geschäften immer zwei Währungen beteiligt sind, summieren sich die Umsätze auf 200%

WÄHRUNGEN

monatlich

Fertiggestellt:

21.6.2024 11:43 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Politische Unsicherheit belastet Euro	2
USA: Achterbahnfahrt	3
Japan: Bank von Japan spielt weiter auf Zeit	4
Großbritannien: Bank of England bis nach den Wahlen in Wartestellung	5
Schweiz: Politische Unsicherheit in Frankreich dominiert Franken	7
Australien & Neuseeland: RBA und RBNZ bleiben „hawkish“	8
Kanada: Nach erster Zinssenkung dürfte die nächste erst im Herbst erfolgen	10
Skandinavien: Weitere Leitzinssenkungen in Schweden – die Norges Bank wartet ab	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Leitzinssenkungen verlieren an Dynamik	13
Türkei & Südafrika: Unveränderte Leitzinsniveaus erwartet	14
China: Peking verteidigt Yuan-Stabilität – Warten auf das Dritte Plenum	16
Brasilien & Mexiko: Glaubwürdigkeitsprobleme	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	21
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Politische Unsicherheit belastet Euro

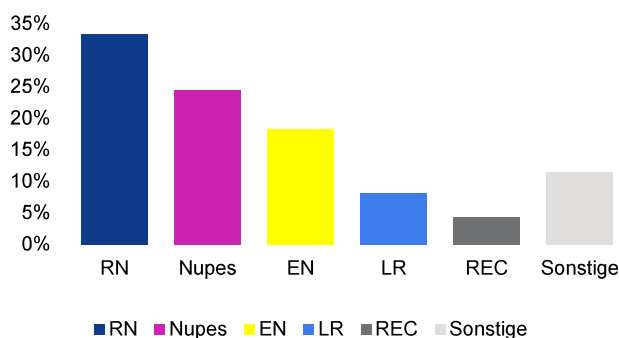
Die EZB hat die Zinsen gesenkt, während mit Blick auf die Fed zumindest klar ist, dass eine erste Zinssenkung nicht vor den US-Wahlen erfolgen wird. Trotz der deutlichen Divergenz der geldpolitischen Pfade handelte EUR-USD Anfang Juni weiterhin in der Region von 1,09 USD. Befürchtungen, dass sich eine „frühe“ Zinssenkung der EZB spürbar negativ auf den Euro auswirken würde, haben sich damit nicht bestätigt. Dennoch hat der Euro zuletzt deutlich rückläufig entwickelt. Geschuldet war die Abwertung zum einem dem überraschend starken US-Arbeitsmarktbericht und der schwächer als erwartet ausgefallenen US-Inflationsdaten, zum anderen dem Ergebnis der Europawahlen. Diese haben das politische Machtgefüge in Brüssel zwar nicht signifikant verändert, auf nationaler Ebene jedoch deutliche Zeichen gesetzt und für politische Unsicherheit gesorgt.

In Frankreich sah sich Präsident Macron gezwungen eine Neuwahl auszurufen. Unglücklicherweise macht das französische Wahlsystem eine seriöse Vorhersage des Wahlausgangs derzeit so gut wie unmöglich: „Die 577 Abgeordneten werden in der entsprechenden Anzahl von Wahlkreisen über ein zweistufiges Mehrheitswahlrecht gewählt. Die erste Runde findet bereits am 30. Juni statt. Erhält ein Kandidat mehr als 50 Prozent der abgegebenen Stimmen (was fast nie geschieht) und entspricht die Zahl seiner Stimmen mehr als einem Viertel der Wahlberechtigten des Wahlkreises, wird er zum Abgeordneten. Sofern dies nicht der Fall ist, kommt es am 7. Juli zu einer Stichwahl zwischen allen Kandidaten, die mehr als 12,5 Prozent der Stimmen aller Wahlberechtigten erhalten haben. Kernfrage wird bei dieser Wahl sein, wie stark die „Brandmauer“ der restlichen Parteien bzw. Wähler noch ist, die in der Vergangenheit Siege von Kandidaten des Rassemblement National (RN) durch taktische Stimmabgabe oft noch verhinderte. Der Kandidat mit den meisten Stimmen (relative Mehrheit) in der zweiten Runde gewinnt. Damit erschwert das Wahlsystem Sitzverteilungsprognosen bzw. erhöht deren Unsicherheitsgrad.“ (EWU-Strategie: Frankreich bringt den Spread-Markt zurück, 11.06.2024). Halbwegs sicher ist nur, dass Macron Präsident bleiben wird. Welche Partei bzw. welches Bündnis die Regierung stellen wird, ist jedoch ungewiss.

Euro reagiert sensibel auf das Ergebnis der Europawahl - insbesondere mit Blick auf die nun anstehenden Neuwahlen in Frankreich

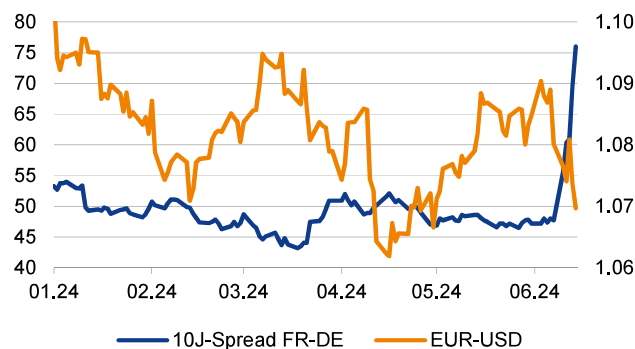
Präsident Macron hofft auf ein politisches Wunder

ATUELLE UMFRAGEN AUS FRANKREICH: RASSEMBLEMENT NATIONAL IN DER FÜHRUNG
% DER STIMMEN



Quelle: www.politpro.eu

SPREADAUSWEITUNG UND EIN SCHWÄCHERER EURO
LS: 10J-SPREAD FRANKREICH – DEUTSCHLAND; RS: EUR-USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Aus Sicht des Euro wäre sicherlich ein Sieg der Rassemblement National von Marine Le Pen der kritischste Ausgang. Zum einen mit Blick auf die nationale (u.a. fiskalische) Entwicklung, aber auch mit Blick auf Europa. Insbesondere ein überraschender Wahlsieg der RN hat das Potenzial kurzfristig zu einer dynamischen Marktreaktion führen, die den Euro in die Region von 1,05 USD treiben könnte. Nach dem ersten Schreck dürften sich die Wogen jedoch wieder glätten – das Beispiel Italien zeigt, dass scharfe Wahlkampfslogans in der Realpolitik schnell weichere Konturen annehmen (ob Le Pen wirklich dem Beispiel Melonis folgen würde, bleibt natürlich abzuwarten). Und dass politische Börsen kurze Beine haben, ist ja allgemein bekannt. Hinzukommt, dass auch die aktuelle Regierung in Frankreich reichlich Probleme hat – Macron gilt auch jetzt schon als „lame duck“. Ein Wahlsieg für Le Pen würde die Lage sicherlich verschärfen, ist aber u.E. nach (noch) kein Anlass für eine grundsätzliche Neubewertung der Perspektiven für den Euro. Selbiges gilt im Übrigen für den positiven Überraschungsfall (also eine Konstellation, in der Macrons Bündnis den Sieg einfährt): auch dies wäre kein Anlass für eine Neubewertung der Perspektiven für den Euro, aber fraglos Grund genug für eine (zumindest kurze) Rallye.

Ein Sieg für Le Pen wäre aus Sicht des Euros kritisch

...und würden kurzfristig sicherlich zu einer negativen Marktbewegung führen

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

USA: Achterbahnfahrt

Der Finanzmarkt handelt sich aktuell von einer Datenveröffentlichung zur nächsten. Starke US-Arbeitsmarktdaten bescherten dem Dollar Anfang Juni sprunghafte Gewinne, eine Woche später legte er nach der Veröffentlichung der Inflationsdaten jedoch schon wieder den Rückwärtsgang ein. Dabei steht das Ausmaß der Datenüberraschung nur bedingt in Relation zu der nachfolgenden Marktbewegung: Die dynamische Reaktion auf den Arbeitsmarktbericht, der mit einem Plus von 270T Stellen tatsächlich signifikant besser ausfiel als der Konsens von 180T, war verständlich - die Abwertung des Dollars im Nachgang der Inflationszahlen, die nur leicht unter dem Konsens lagen, hingegen eher nicht. Als Grund für die zum Teil erratisch wirkenden Marktbewegungen wird die Unsicherheit über den weiteren geldpolitischen Pfad angeführt. Aber wie unsicher ist dieser Pfad eigentlich?

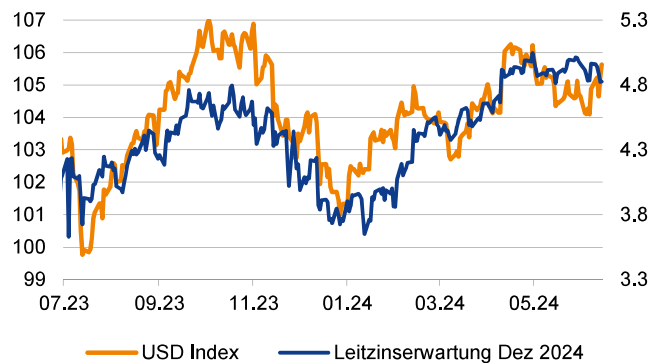
Markt reagiert sensibel auf Datenveröffentlichungen

Tatsache ist, dass die Fed ihren Leitzins im Sommer nicht anfassen wird. Die jüngste Zinssitzung hat dies erneut bestätigt. Nach der Sommerpause naht dann aber bereits die Präsidentschaftswahl. Die Fed wäre vielleicht bereit gewesen, auch in dieser brisanten Phase einen bereits begonnenen Zinssenkungszyklus fortzusetzen. Ob sie jedoch gewillt ist, ihn genau dann anzustoßen, bezweifeln wir. Damit kommt als möglicher Zeitpunkt für eine erste Zinssenkung frühestens der November-Termin in Frage, gefolgt von der letzten Sitzung des Jahres im Dezember. Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass die Fed in diesem Jahr nur zwei Möglichkeiten hat die Zinsen zu senken. Da es aus Marktsicht wohl keinen großen Unterschied machen dürfte, ob der Startschuss für einen Zinssenkungszyklus nun im November oder im Dezember fällt, bleibt nur die Schlussfolgerung, dass es in der aktuellen Debatte eigentlich eher um die Frage geht, ob die Fed überhaupt in der Lage sein wird, die Zinsen zu senken.

Zinssenkungen der Fed sind nicht vor Ende des Jahres zu erwarten

US-LEITZINSERWARTUNGEN SCHWANKEN

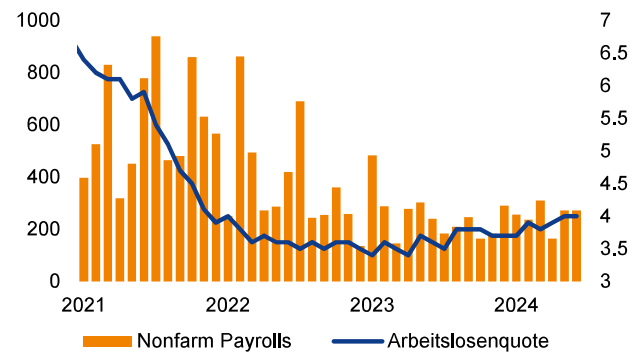
LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITER LEITZINS (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

US-ARBEITSMARKT BLEIBT ROBUST

LS: NFP (IN TAUSEND); RS: ARBEITSLOSENQUOTE (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Blickt man auf die Inflationsentwicklung, sind die aktuellen Zweifel nicht völlig unangebracht. Der disinflationäre Trend ist zum Erliegen gekommen, die Inflationsrate hat sich in den vergangenen Monaten nicht mehr nachhaltig nach unten bewegt. Nimmt man den (zumindest) augenscheinlich immer noch sehr starken Arbeitsmarkt mit in die Gleichung auf, ist die Frage, ob die Fed überhaupt Anlass hat die Zinsen zu senken, sicherlich berechtigt. Wie immer lohnt jedoch der Blick hinter die Kulissen. Weder war der US-Arbeitsmarktbericht so stark wie ein erster Blick suggeriert (<https://dzresearchblog.dzbank.de/content/dzresearch/de/2024/06/10/usa--starkes-beschaeftigungsplus-faellt-ins-auge--aber-ein-zweit.html>), noch ist die US-Wirtschaft gefeit vor Rückschlägen: Der an dieser Stelle schon häufig angeführte US-Surprise Index liegt seit Anfang Mai im negativen Bereich. Dies sollte u.a. auch dazu führen, dass der Inflationsdruck perspektivisch weiter nachlässt – wenngleich langsam. Und wir sollten nicht vergessen, dass das aktuelle Leitzinsniveau deutlich restriktiv ist. Selbst mit den von uns unterstellten Zinssenkungen, wird die Fed nicht in den expansiven Bereich rutschen.

Disinflationärer Trend verliert an Schwung, die US-Wirtschaft jedoch ebenfalls

Im Verlauf des Sommers wird die zuletzt zu beobachtende Achterbahnfahrt aber sicherlich erst einmal weitergehen. Der Markt wird bei den Datenveröffentlichungen höchst sensibel auf jegliche Abweichungen vom Konsens reagieren. Der Dollar wird in diesem Umfeld keine nachhaltigen Trends in die eine oder andere Richtung entwickeln können - zumindest keine, die ausreichen um die Hochs bzw. Tiefs des Jahres ernsthaft gefährden.

Die Achterbahnfahrt des Dollars geht weiter

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

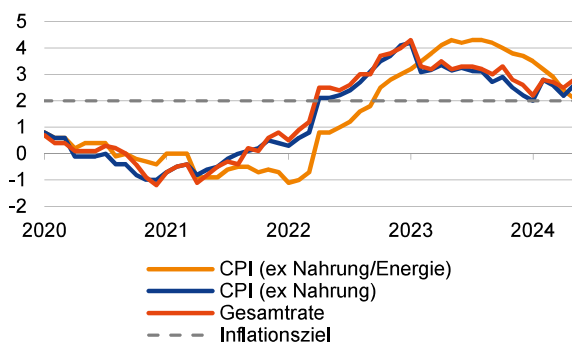
Japan: Bank von Japan spielt weiter auf Zeit

Auch in den letzten Wochen hat der Yen ein vertrautes Bild abgegeben: Gefangen zwischen Interventionsangst auf der einen und geldpolitischen Spekulationen auf der anderen Seite bleibt für USD-JPY nicht mehr als Range Trading. So lange die US-Notenbank mit ihrer Zinswende nach unten auf sich warten lässt („higher for longer“) bleibt dem Yen nur wenig Raum für Entfaltungsmöglichkeiten. Dabei gibt es von

BoJ verspricht Tapering-Plan – aber erst für Juli

Seiten der japanischen Geldpolitik durchaus Spannendes zu berichten. Die BoJ hat die Markterwartungen auf ihrer jüngsten Sitzung zwar enttäuscht, indem sie nicht die Verlangsamung ihrer Wertpapierkäufe beschlossen hat, auf die viele gesetzt hatten. Dafür gibt es aber das Versprechen, Ende Juli belastbare Details für den Tapering-Prozess der nächsten ein bis zwei Jahre vorzustellen. Es geht also nicht mehr darum, „ob“ die Notenbank sich aus ihrem QE zurückziehen wird, sondern „wie“. Dies wird für den Yen eine wichtige mittelfristige Weichenstellung sein. Viel wird davon abhängen, wie entschlossen sich die BoJ mit ihrem Exit-Plan positioniert – nicht nur in harten Zahlen zu Volumen und Timing, sondern v.a. in ihrer Wortwahl.

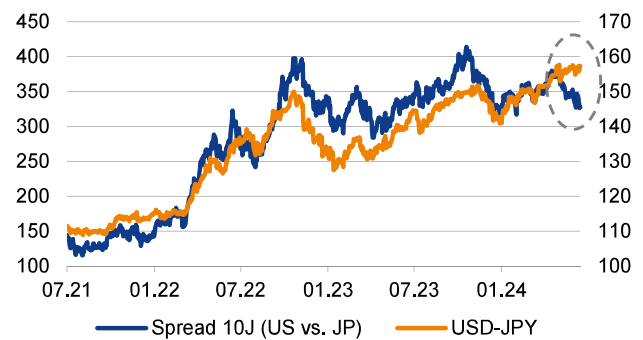
INFLATION BLEIBT UNANGENEHM HARTNÄCKIG KONSUMENTENPREISE, (J/J) IN %



Quelle: LSEG, BoJ, DZ BANK

ES BRAUT SICH ETWAS ZUSAMMEN – NOCH IGNORIERT DER YEN DIE VERSCHIEBUNG IM ZINSGEFÜGE

L.S.: SPREAD STAATSANLEIHEN US VS. JP, 10J, R.S.: USD-JPY



Quelle: LSEG, DZ BANK

Die heute früh veröffentlichten Konsumentenpreise vom Mai bestätigen die Angemessenheit einer monetären Normalisierung. Die Preise sind in der geldpolitisch relevanten Kernrate (ohne frische Lebensmittel) noch immer um 2,5% (J/J) gestiegen. Bis die Bank von Japan mit ihrem Tapering-Plan am 30./31. Juli die Bühne betritt, gilt unsere Aufmerksamkeit einer anderen Entwicklung: Seit einigen Wochen ignoriert USD-JPY die Entwicklung der Zinsdivergenz. Der Spread (USA vs. Japan, 10jährige Staatsanleihen) hat sich seit Mitte April um mehr als 50 Bp eingengt, dem Rückgang der UST-Renditen sei Dank. Dass USD-JPY darauf nicht mit schwächeren Notierungen reagiert, steht im Widerspruch zur langfristigen Korrelation dieser beiden Größen. Entweder staut sich hier erheblicher Nachholbedarf auf – oder wir stehen am Anfang eines Strukturbruchs. Wir setzen auf die erste These und sind nicht bereit, den Glauben an die Zinsdifferenz als wichtigstem Motor für Wechselkursentwicklungen aufzugeben.

**Was passiert da mit dem Spread?
Temporäre Anomalie oder
Strukturbruch?**

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

Großbritannien: Bank of England bis nach den Wahlen in Wartestellung

Die wirtschaftliche Lage ist zwar nicht rosig, hat sich aber in den letzten zwölf Monaten deutlich verbessert. Nach der Rezession in der zweiten Jahreshälfte 2023 ist die Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs. Die Inflation, die im Juni 2023 bei 7,9% lag, ist bis Mai 2024 auf 2,0% (jeweils J/J) gesunken. Die Arbeitslosenquote liegt

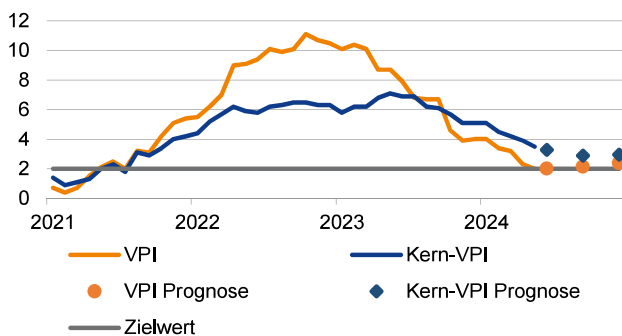
**Konjunktur deutlich besser als noch
vor einem Jahr**

trotz der restriktiven Geldpolitik und der technischen Rezession weiterhin knapp unter 4,5%.

Da die Inflation für den Rest des Jahres in der Nähe des Zielwerts bleiben dürfte, hatte die Bank of England (BoE) bei ihrer Sitzung im Juni die Möglichkeit, die Zinsen leicht zu senken. Dieses Zeitfenster wurde durch die vom Premierminister für den 4. Juli angesetzten Parlamentswahlen faktisch geschlossen. Die Bank bemüht sich um Neutralität, und die Wahlergebnisse werden im August bekannt sein. Solange die Inflationsdaten günstig bleiben und der Arbeitsmarkt weiterhin Anzeichen einer allmählichen Abkühlung zeigt, ist es sehr wahrscheinlich, dass die BoE auf ihrer Sitzung am 1. August eine moderate Zinssenkung um 25 Basispunkte in Erwägung ziehen wird. Mit einem Leitzins von 5% wird die Geldpolitik weiterhin restriktiv ausgerichtet sein, um den Inflationsdruck einzudämmen. Die weiteren Aussichten für die Geldpolitik werden in hohem Maße von der Politik der neuen Regierung abhängen. Spekulationen über die zukünftige Entwicklung werden zum jetzigen Zeitpunkt als wenig hilfreich angesehen.

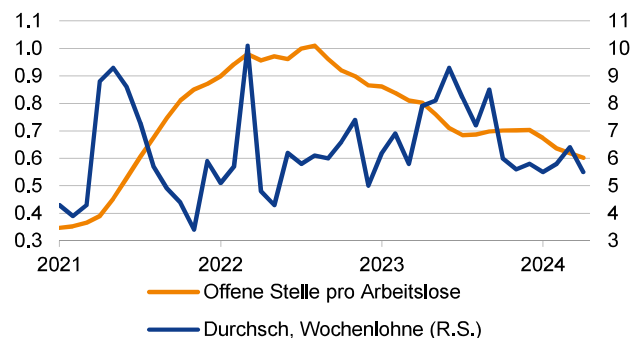
Eine Leitzinssenkung dürfte bis nach den britischen Unterhauswahlen und mehr Wirtschaftsdaten warten – wohl dann im August

VPI TENDIERT AUF DAS 2%-ZIEL ZU, SO DASS ES IN Q3 ETWAS SPIELRAUM FÜR EINE LEITZINSSSENKUNG GEBEN DÜRFTE
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DER ARBEITSMARKT KÜHLT NUR LANGSAM AB, ABER DAS TEMPO DES LOHNSANSTIEGS BLEIBT BESORGNISERREGEND
DURCHSCHNITTliche WACHSTUMSRATE DER WOCHENLÖHNE IN % J/J (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Über dem Pfund schwebt vorerst eine Wolke der Ungewissheit. Es ist möglich, dass sich das Pfund bis zum Ausgang der Parlamentswahlen sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Euro in etwa auf dem aktuellen Niveau halten wird. Allerdings sind auch starke Ausschläge in beide Richtungen möglich, insbesondere bei EUR-GBP, da die Finanzmärkte über den Ausgang der Wahlen in Frankreich beunruhigt sind. Diese Befürchtungen haben sich bereits messbar ausgewirkt, da die Gemeinschaftswährung gegenüber dem USD und dem Pfund um etwa 1% nachgegeben hat. Außerdem ist die implizite Dreimonatsvolatilität von EUR-GBP innerhalb einer Woche um mehr als 1,5 Prozentpunkte von einem 17-Jahres-Tief auf rund 5,7% gestiegen. Da das Ergebnis der französischen Parlamentswahlen nicht vor Mitte Juli erwartet wird, wäre eine weitere Volatilität keine Überraschung.

Aussichten für das Pfund mit großer Unsicherheit behaftet

Volatilität von EUR/GBP innerhalb einer Woche von einem 17-Jahres-Tief deutlich angestiegen

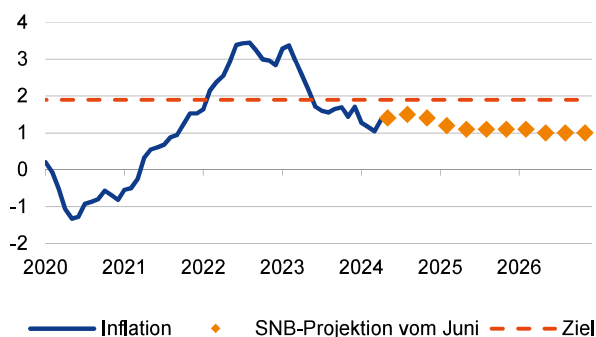
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Politische Unsicherheit in Frankreich dominiert Franken

Die Schweizerische Nationalbank hat gestern geliefert wie bestellt: Nach ihrer Zinssenkung um 25 Bp liegt der Leitzins jetzt bei 1,25%. Auch bei der Lagebeurteilung gab es keine Überraschung: Trotz zuletzt leicht höherer Inflationszahlen sei der zugrundeliegende Inflationsdruck gesunken, und das Wirtschaftswachstum bleibe wohl nur moderat, erklärt die SNB. Die bedingte Inflationsprognose (J/J) wurde leicht nach unten genommen (2024: +1,3%, 2025: 1,1%, 2026: 1,0%) und liegt jetzt über den gesamten Horizont mittig im Bereich der Preisstabilität. Damit hält sich die SNB die Tür für einen oder mehrere Lockerungsschritte in Zukunft offen.

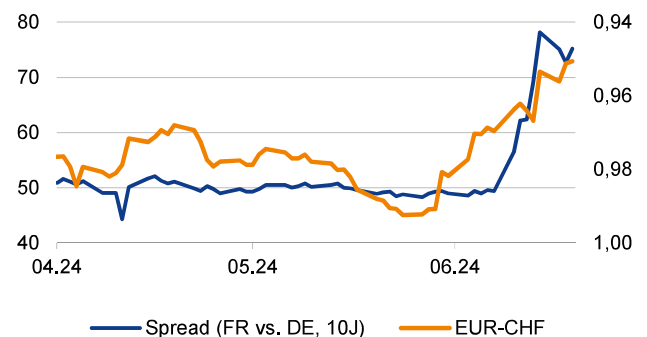
SNB senkt Zinsen und hält sich weitere Schritte offen

ZIEL DER PREISSTABILITÄT ÜBERERFÜLLT
BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE DER SNB, IN % (J/J)



Quelle: SNB, DZ BANK

SCHWEIZER FRANKEN STEHT UND FÄLLT MIT FRANKREICH-SORGE
L.S.: SPREAD FRANKREICH VS. DEUTSCHLAND IN BP
(STAATSANLEIHEN 10J), R.S.: EUR-CHF (INVERS)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Ob die nächste SNB-Senkung im September, Dezember oder gar nicht kommt, ist für den Schweizer Franken vorerst kein kursbestimmendes Thema. Stattdessen dominieren die politischen Entwicklungen in Frankreich und die korrespondierenden Safe-Haven-Umschichtungen. EUR-CHF-Notierungen von temporär unter 0,95 CHF (verglichen mit dem Verlaufshoch Mitte Mai bei 0,9930 CHF) sprechen für sich. Ein sehr guter Gradmesser für die politische Unsicherheit ist die Ausweitung der Spreads zwischen deutschen Bundesanleihen und ihren französischen Pendants, die einen engen Gleichlauf zur Franken-Aufwertung aufweisen.

Safe-Haven-Umschichtungen in vollem Gang, aber nur temporär

Bei den aktuellen Umfragen für die französischen Parlamentswahlen liegt die Rassemblement National (RN) mit 33% klar vorne, gefolgt vom Linksbündnis NFP mit 27%. Die Partei von Präsident Macron kommt auf weniger als 20%. Die erforderliche absolute Mehrheit im ersten Wahlgang am 30. Juni dürfte in den meisten Wahlkreisen von keiner Partei erreicht werden. Beim zweiten Wahlgang am 7. Juli genügt eine relative Mehrheit. Dann wird es um die Kernfrage gehen: Wie stark ist die Brandmauer der französischen Wähler? Können sie durch taktische Stimmabgaben den befürchteten Rechtsruck verhindern? Das Wahlsystem erschwert verlässliche Prognosen über das Ergebnis, was den Unsicherheitsgrad und damit die Franken-Volatilität für die Tage nach der Wahl merklich erhöht. Schon in den Wochen davor gilt unser Interesse dem Wirtschaftsprogramm der RN, über das wir gerne noch weitere Details erfahren würden. Angesichts der ohnehin fragilen Fiskallage Frankreichs sind Investoren verunsichert, wie die versprochenen Wahlgeschenke (Steuersenkungen und Verringerung des Rentenalters) finanziert werden sollen. Mit der Sorge um die Finanzlage der zweitgrößten Volkswirtschaft der Eurozone steht und fällt auch der Schweizer Franken. Das DZ BANK Research geht davon aus, dass sich die schlimmsten Ängste bald als unbegründet erweisen

Sorgen um Frankreichs Fiskallage: Wer soll das bezahlen?

(ähnlich wie bei Meloni und der Italien-Wahl). Die Safe-Haven-Umschichtungen würden zurückgedreht und der Franken könnte seinen übergeordneten Abwärtspfad dann wieder aufnehmen.

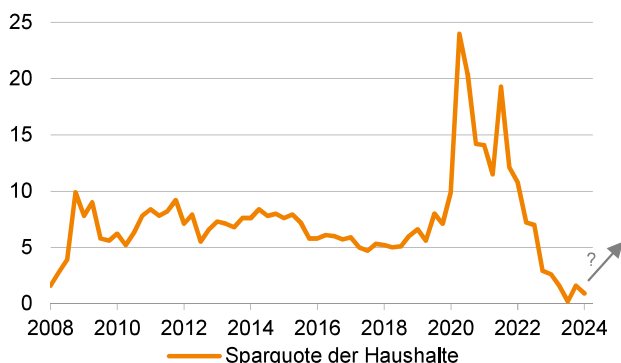
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Australien & Neuseeland: RBA und RBNZ bleiben „hawkish“

AUD-USD schien in den letzten vier Wochen in einer engen Handelsspanne gefangen zu sein, so notierte das Währungspaar überwiegend zwischen 0,66 USD und 0,67 USD. Daran konnte auch weder der Rebound bei der Inflation – die Headline-Rate stieg im April unerwartet auf 3,6% von zuvor 3,5% (Konsens: 3,4%; je J/J) – noch eine „hawkische“ Zinsentscheidung der australischen Notenbank (RBA) wirklich etwas ändern. RBA-Gouverneurin Michele Bullock gab bei der Pressekonferenz nach der Sitzung Mitte Juni bekannt, dass erneut über eine Zinserhöhung diskutiert wurde, nicht aber über einen ersten geldpolitischen Lockerungsschritt. In der Stellungnahme der RBA hieß es zudem, dass sich die Inflation als „hartnäckig“ erweist und dass die Notenbank „alles Notwendige“ tun werde, um die Inflation in das Zielband von 2-3% zurückzuführen. Geldmarktteilnehmer preisten daraufhin nahezu sämtliche Zinssenkungsfantasien für dieses Jahr aus. Auch nach der Überraschung hinsichtlich der jüngsten Inflationsdaten sind wir mit Blick auf den weiteren Disinflationsprozess aber immer noch optimistisch und gehen davon aus, dass die Headline-Inflation im zweiten Quartal auf knapp 3,4% (J/J) fällt (RBA-Projektion: 3,8%), was unseres Erachtens baldige Diskussionen über Zinssenkungen – wir rechnen mit einer ersten Lockerung im November oder Dezember – nach sich ziehen sollte.

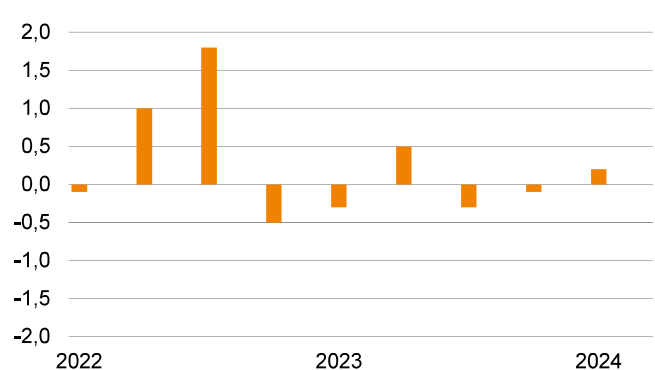
RBA denkt über Zinserhöhung nach, AUD reagiert (relativ) unbeeindruckt

AU: UMFRAGEERGEBNISSE DEUTEN MÖGLICHERWEISE AUF HÖHERE SPARQUOTEN AUSTRALISCHER HAUSHALTE HIN
QUOTIENT AUS ERSPARNISSEN UND BRUTTOEINKOMMEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: NEUSEELANDS KONJUNKTUR NUR IN ZWEI DER LETZTEN SECHS QUARTALE GEWACHSEN, WEITERE AUSSICHTEN NICHT ROSIG
VERÄNDERUNG BIP IN % (Q/Q)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ein Unsicherheitsfaktor für die australischen Währungshüter sind nach wie vor die Auswirkungen des neuen Haushaltentwurf, der für die kommenden Jahre sowohl höhere Staatsausgaben als auch geringere Einnahmen (u.a. aufgrund der Steuersenkungen, die ab Juli gelten) vorsieht und diese expansive Fiskalpolitik eigentlich in Kontrast zur restriktiven Geldpolitik der RBA steht. Die Aussichten des

**„Sparstimmung“ der Haushalte
Unsicherheitsfaktor für den privaten Konsum**

privaten Konsums hinsichtlich der Steuererleichterungen sind allerdings mit Fragezeichen behaftet: Die Mai-Umfrage der Westpac zur Verbraucherstimmung enthielt zusätzliche Fragen, die zeigten, dass die Haushalte ca. 80 % der bevorstehenden Steuersenkungen zu sparen beabsichtigen. Da die Sparquote australischer Haushalte sich seit letztem Jahr auf den niedrigsten Ständen seit 2007 befindet, könnte dies ein Hinweis auf zukünftig höhere Sparraten und folglich geringere Konsumtätigkeit sein. Sollte der fiskalische Impuls für den privaten Konsum ausbleiben und somit die australische Wirtschaft auch in der zweiten Jahreshälfte nur anämisch wachsen, würde sich dies auch in einer weiteren Abkühlung des Arbeitsmarktes und letztlich in einem geringen inländischen Preisdruck niederschlagen – zur Freude der RBA.

Während der australische Dollar gegenüber dem Greenback auf kurze und mittlere Sicht weiter seitwärts tendieren dürfte, trauen wir ihm auf 12M-Sicht aufgrund der wohl umsichtigeren Zinssenkungen der RBA im Vergleich zur US-Notenbank durchaus höhere Notierungen um 0,69 USD zu.

Derweil hat Neuseeland die Rezession hinter sich gelassen und ist im ersten Quartal um 0,2% (Q/Q) gewachsen und damit im Einklang mit den RBNZ-Projektionen und etwas stärker als marktseitig erwartet (0,1% Q/Q). Die jüngsten Einkaufsmanagerumfragen zeichnen jedoch ein düsteres Bild der wirtschaftlichen Aussichten: So rutschte der Index für den Dienstleistungssektor im Mai auf 43,0 Punkte von zuvor 47,3 Zählern ab, was – abgesehen von den Pandemiezeiten – der niedrigste Wert seit Veröffentlichung der Datenreihe ist. Selbst eine weitere Schrumpfung der Wirtschaft im kommenden Quartal würde die neuseeländischen Währungshüter aber erstmal nicht beunruhigen, schließlich nehmen sie im Gegensatz zu anderen Notenbanken innerhalb der G10 bewusst eine konjunkturelle Schwächephase oder gar eine (weitere) Rezession in Kauf. Dass der Dienstleistungssektor wohl abkühlt, sollte auch zur Freude der RBNZ zu einem geringen Preisdruck in diesem Bereich führen. Das Verharren der Inflationsrate für nicht-handelbare Güter bei zuletzt 5,8% (J/J), ein Proxy für den inländischen Preisdruck, ist der Hauptgrund für die RBNZ, weshalb die Notenbank für das laufende Jahr noch mit keiner geldpolitischen Lockerung rechnet. Währenddessen stehen die Zeichen am Arbeitsmarkt weiterhin auf Entspannung: Der NZ Job Ad Index, der die Entwicklung der offenen Stellen des Online-Stellenmarktplatzes SEEK misst, ist um 30,5% (J/J) gesunken und damit auf den niedrigsten Stand seit Februar 2016. Dies deutet auf eine nachlassende Nachfrage von Unternehmen nach Arbeitskräften hin, die wiederum zu geringem Lohndruck führen sollte. Die kommende Notenbankentscheidung der RBNZ im Juli sollte aber aufgrund des kaum veränderten fundamentalen Umfelds unspektakulär werden, die Kiwis dürfte an ihrem „hawkishen“ Tenor festhalten. Für NZD-USD rechnen wir angesichts fehlender inländischer Impulse und eines von uns erwarteten ähnlichen geldpolitischen Pfades der RBNZ im Vergleich zur Fed mit einer Seitwärtsbewegung über alle Prognosehorizonte.

AUD sollte auf 12M-Sicht vom langsamen geldpolitischen Lockerungstempo der RBA profitieren

Neuseeland kommt aus Rezession, Stimmungsindikatoren deuten jedoch auf erneute Eintrübung hin

Schwache Stimmung unter Dienstleistern sowie weitere Abkühlungstendenzen am Arbeitsmarkt sollten Lohndruck lindern

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

Kanada: Nach erster Zinssenkung dürfte die nächste erst im Herbst erfolgen

Die Bank of Canada (BoC) verfolgt seit vielen Monaten eine restriktive Geldpolitik und wurde dafür mit einer Rückkehr der Inflation in den Zielkorridor von 1-3 % belohnt. Unterdessen setzt sich das moderate Wirtschaftswachstum fort, auch wenn ein starkes erstes Quartal 2023 zu einem Rückgang der jährlichen BIP-Wachstumsrate von 1% im Schlussquartal 2023 auf 0,5% im ersten Quartal 2024 geführt hat. Dennoch deuten die Frühindikatoren darauf hin, dass die Konjunktur im Jahresverlauf auf Expansionskurs bleiben wird. Die DZ BANK prognostiziert für 2024 weiterhin ein Wachstum von 0,8% gegenüber dem Vorjahr.

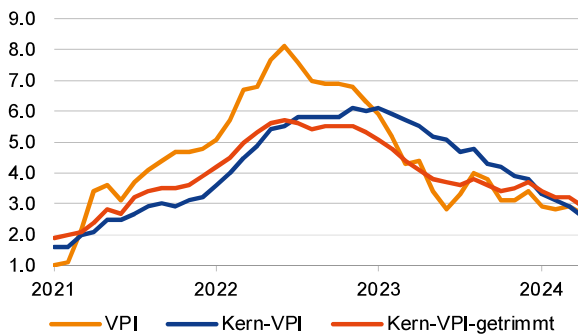
Aus geldpolitischer Sicht ist die BoC zufrieden, solange die Inflation - sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation - innerhalb des Zielkorridors oder sogar in dessen Mitte verharrt. Zudem dürften die Herbstdaten das relativ niedrige Inflationsniveau bestätigen. Dies würde der BoC eine weitere Gelegenheit bieten, die Zinsen zu senken, um das Wirtschaftswachstum zu stützen. Nach der ersten Zinssenkung um 25 Basispunkte im Juni wird für den Herbst ein weiterer Schritt in gleicher Größenordnung erwartet. Die Möglichkeiten der BoC, eine Geldpolitik zu verfolgen, die sich wesentlich von den Maßnahmen der US-Notenbank unterscheidet, sind jedoch begrenzt, wie der Gouverneur der BoC betonte. Auf der FOMC-Sitzung im Juni wurde angedeutet, dass bis Ende 2024 nur eine Zinssenkung um 25 Basispunkte wahrscheinlich sei. Dies bedeutet, dass der geldpolitische Spielraum der kanadischen Notenbank für den Rest des Jahres begrenzt ist.

Nach einer Phase straffer Geldpolitik hat die Inflation nachgelassen, aber die Wirtschaft wächst weiter

Inflation im Zielbereich, aber weiterer Rückgang erforderlich, um Spielraum für erneute Zinssenkung im Herbst zu schaffen

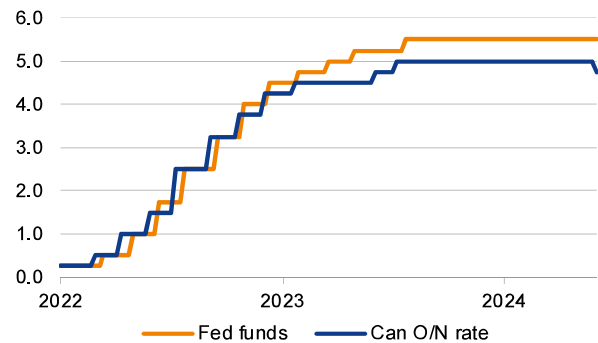
Kanadas Geldpolitik darf nicht zu stark von den Maßnahmen der Fed abweichen

DIE INFLATION IST IM ABWÄRTSTREND UND MUSS NOCH WEITER FALLEN, BEVOR DIE BOC DIE ZINSEN ERNEUT SENKEN KANN
IN % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DIE BOC HAT MIT DER LOCKERUNG DER GELDPOLITIK BEGONNEN, WIRD ABER DURCH DIE POLITIK DER FED HINSICHTLICH KÜNFTIGER ZINSSENKUNGEN EINGESCHRÄNKT
IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der kanadische Dollar dürfte einen Teil des in der ersten Jahreshälfte verlorenen Bodens zurückgewinnen, da die geldpolitischen Lockerungen von Fed und EZB in den Vordergrund rücken. Nachhaltige und deutliche Kursgewinne des kanadischen Dollars sind jedoch unwahrscheinlich, da die Kombination aus wirtschaftlichen Fundamentaldaten und Geldpolitik den Loonie nicht ausreichend stützt.

CAD handelt seitwärts bis leicht fester gegenüber USD und EUR

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

Skandinavien: Weitere Leitzinssenkungen in Schweden – die Norges Bank wartet ab

Schwedens Inflation nähert sich dem Zielwert – die Wirtschaftstätigkeit scheint sich zu erholen. Der für die Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) lag im Mai bei 2,3% im Jahresvergleich, unverändert gegenüber dem April-Wert und damit über den Markterwartungen, die bei 2,1% gelegen hatten. Damit bleibt das Inflationsziel der Notenbank in greifbarer Nähe. Allerdings stieg die Kerninflation im Mai im Jahresvergleich stärker als erwartet auf 3,0%. Die Schätzung für das Wachstum im 1. Quartal wurde deutlich nach oben korrigiert, von -0,1% auf +0,7% (Q/Q) was auf einen viel besseren Start Schwedens in dieses Jahr hindeutet. Zwar weisen die jüngsten Preisdaten nicht darauf hin, dass die Inflation vollständig unter Kontrolle ist, alles in allem bleiben die Rahmenbedingungen für die Riksbank das geldpolitische Bremspedal weiter zu lockern aber intakt. Zumal sich auch der Arbeitsmarkt allmählich abschwächt, was sich in weniger offenen Stellen und mehr Entlassungen zeigt. 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. Beim Zinsentscheid in der kommenden Woche gehen wir noch nicht von einer erneuten Senkung aus. Diese erwarten wir in weitgehender Übereinstimmung mit Umfragen und Notierungen an den Terminmärkten erst zum Septembertermin.

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 17 bis 31 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen. Da wir nach dem Null-Wachstum im zurückliegenden Jahr von einer nur schwachen Wachstumsdynamik im laufenden Jahr ausgehen, besteht für Schwedens Währung mittelfristig kaum Erholungspotenzial. Auch die von der Riksbank angekündigten Leitzinssenkungen sprechen nicht für eine stärkere Krone. Allerdings gehen wir davon aus, dass sich der CPIF-Index auf dem aktuell niedrigen Niveau stabilisieren sollte und sich auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im laufenden Jahr von derzeit 3,7% auf 3,2% (jeweils J/J) abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,05 SEK.

Inflation nahe am Zielwert, die Wirtschaftstätigkeit erholt sich

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

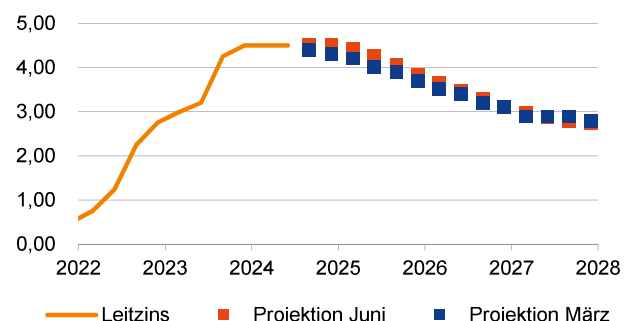
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,05 SEK erwartet

SCHWEDEN: 5J-BUNDSREAD WIEDER DEUTLICH NEGATIV IN BASISPUNKTEN



Quelle: LSEG, DZ BANK

NORWEGEN: LEITZINSPFAD BLEIBT VORERST RESTRIKTIV PROJEKTIONEN DER NORGES BANK, IN %



Quelle: Norges Bank, DZ BANK

Norwegens Wirtschaft konnte im ersten Quartal eine Schrumpfung gerade so vermeiden, aber es fehlt ihr an klaren Wachstumsimpulsen. Der Hauptbremsfaktor für das Wachstum ist der straffe geldpolitische Kurs der Norges Bank. Die größten Auswirkungen dürften aber bereits eingetreten sein, da die Zinssätze für neue Hypotheken- und Investitionskredite ihren Höhepunkt erreicht haben sollten. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass die Zinssätze vor Dezember sinken werden, was die Finanzierungsbedingungen für Haushalte und Unternehmen belastet. 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 neuesten Projektionen, nicht vor Ende 2024 senken wird: „Wenn sich die Wirtschaft so entwickelt, wie wir es uns derzeit vorstellen, werden wir den Leitzins bis Ende des Jahres bei 4,5% belassen, bevor eine allmähliche Lockerung der Geldpolitik beginnen kann“. Norwegens Inflation liegt zwar noch deutlich über dem Zielwert, die aktuellen Zahlen bestärken uns aber in unserer Überzeugung, dass die Norges Bank den Leitzins noch in diesem Jahr erstmals senken wird. Der Rückgang der Gesamtinflation von 3,6% im April auf 3,0% im Mai lag unter der Prognose der Norges Bank von 3,2%. Entscheidend ist, dass auch die Kerninflation deutlich sinkt, von 4,4% im April auf ein 22-Monatstief von 4,1% im Mai (alle Angaben J/J).

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. Bis zum Jahresende dürfte der Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen im Durchschnitt der gängigen Laufzeiten von aktuell 127 auf 135 Basispunkte ansteigen. Beim Rohölpreis der Sorte Brent gehen wir auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um gut 3% auf 90 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,10 NOK.

Der straffe geldpolitische Kurs der Norges Bank bremst das Wachstum

Inflation merklich gesunken

Leitzins dürfte gegen Ende des Jahres erstmals gesenkt werden

Wir erwarten auf Zwölf-Monatsfrist noch leicht anziehende Rohölpreise sowie höhere Renditeaufschläge

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

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

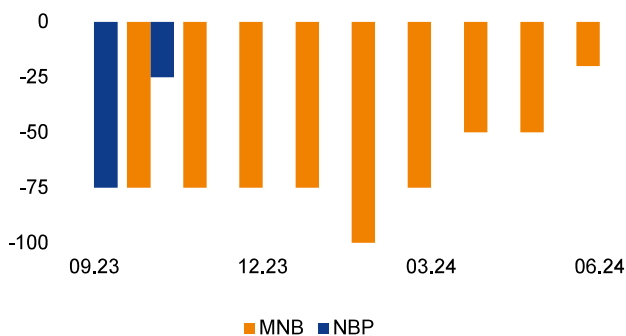
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Leitzinssenkungen verlieren an Dynamik

Wie schnell sich das Blatt wenden kann, haben die CE3-Währungen zuletzt eindrucksvoll erfahren. Denn nachdem sie sich im Mai bzw. Anfang Juni gegenüber dem Euro in einem risikofreundlicheren Markumfeld behaupten konnten, stehen Zloty und Co. nun auf breiter Front wieder unter spürbarem Abgabedruck. Verantwortlich hierfür ist die politische Unsicherheit, welche mit den überraschend vorgezogenen Neuwahlen in Frankreich einhergeht. Aber auch die zuletzt „hawkische“ Fed dürfte ihren Teil zu der jüngsten Talfahrt von Euro-Dollar, und damit zu der Verunsicherung der CE3-Währungen beigetragen haben. Für den Forint kommt erschwerend hinzu, dass der seit Jahren bestehende politische Konflikt zwischen der EU und der Regierung in Budapest wieder in den Fokus des Marktes gerückt ist. So hat doch der Europäische Gerichtshof finanzielle Sanktionen gegen das Land verhängt hat, da Ungarn nach Ansicht von Brüssel das EU-Asylrecht nicht umgesetzt hat. Unserer Einschätzung zufolge dürften Zloty und Co. im Vorfeld der französischen Parlamentswahlen zunächst weiter umsichtig agieren.

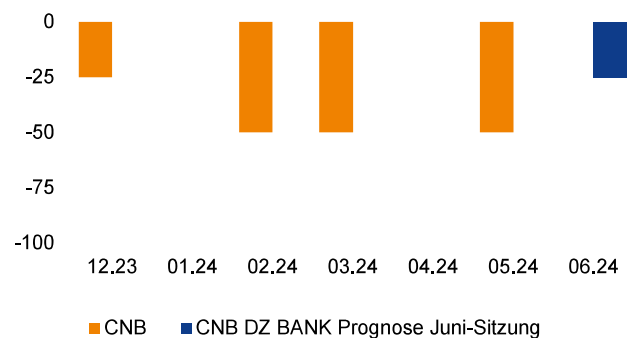
Kursentwicklung CE3-Währungen: Wie gewonnen, so zerronnen

NBP PAUSIERT SEIT HERBST 2023; MNB NIMMT TEMPO AUS
GELDPOLITISCHEN LOCKERUNGEN...
NATIONALE LEITZINSÄNDERUNGEN IN BP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

... WIRD DIE CNB IHR FOLGEN?
TSCHECHISCHE LEITZINSÄNDERUNGEN IN BP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Zugleich verdient die Geldpolitik in den CE3-Staaten Aufmerksamkeit. Gemein ist dieser, dass verstärkt auf die geldpolitische Lockerungsbremse getreten wird, will heißen, dass zunehmend Tempo aus den Leitzinssenkungen genommen wird. Vorreiter ist hier die polnische Zentralbank, welche bereits im Herbst des vergangenen Jahres im Verweis auf drohende Inflationsrisiken zunächst den Umfang ihrer Senkungen verringert und diese letztendlich ganz eingestellt hat. Ähnliches ist nun auch in Ungarn zu beobachten. So senkte die dortige Notenbank (MNB) den Leitzins zuletzt nur noch um 25 Bp, nachdem sie den Schlüsselsatz in den Monaten zuvor um 75 Bp bzw. 50 Bp nach unten genommen hat. Mit Blick auf das zweite Halbjahr machte MNB-Vize Virag deutlich, dass der Spielraum für weitere Senkungen überaus begrenzt ist. Wir gehen daher davon aus, dass die MNB in den kommenden Monaten nach einer denkbaren weiteren Senkung um 25 Bp auch eine Pause im Leitzinssenkungszyklus einlegen sollte. Sorgen bereiten den ungarischen Währungshütern ebenfalls die Preisrisiken, konkret die Entwicklung der Kerninflation. So rechnet die MNB damit, dass deren Rückgang im zweiten Halbjahr 2024 zum Stillstand kommen und die Kernrate bis Ende des Jahres von derzeit 4% (J/J) wieder auf fast 5% (J/J) steigen wird.

Inflationsrisiken dominieren die Geldpolitik

Als nächstes entscheidet am 27. Juni die tschechische Zentralbank (CNB) über ihre weitere geldpolitische Marschrichtung. In den letzten Monaten hatten die Währungshüter in Prag den Leitzins um jeweils 50 Bp auf nun 5,25% gesenkt. Dass die Notenbank die geldpolitischen Zügel Ende des Monats erneut lockern sollte, gilt marktseitig als ausgemachte Sache. So zeigt sich die dortige Wirtschaft weiterhin in fragiler Verfassung. Hinzu kommt, dass die tschechische Kernrate zuletzt weiter auf 4,1% (J/J) gesunken ist. Und auch in der Gesamtrate hat der grundsätzlich spürbar nachgelassene Preisdruck im Vorjahresvergleich zuletzt weniger stark als marktseitig erwartet zugenommen. Die Frage ist jedoch, um wieviel die tschechische Notenbank den Leitzins nach unten nehmen wird. CNB-Chef Michl selbst hält mit Blick auf die Juni-Sitzung sowohl eine Senkung um weitere 50 Bp als auch eine Lockerung um nur 25 Bp für denkbar. Nach dieser Entscheidung ist seinen Worten zufolge große Vorsicht geboten. Wir gehen daher davon aus, dass die CNB den Leitzins Ende Juni, auch vor dem Hintergrund des aktuellen Schwächeanfalls der Krone, nur noch moderat um 25 Bp auf dann 5% senken sollte. Weiter schließen wir mit Blick auf die jüngsten Worte des CNB-Vorsitzenden nicht aus, dass die tschechische Notenbank nicht nur Tempo aus ihren Leitzinssenkungen nehmen dürfte, sondern im Verlauf des zweiten Halbjahres ebenfalls vorübergehend geldpolitisch pausieren könnte. Derartige geldpolitische Perspektiven sollte die tschechische Landeswährung wohlwollend zur Kenntnis nehmen.

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

Tschechische Leitzinsentscheidung und geldpolitischer Ausblick im Fokus

Türkei & Südafrika: Unveränderte Leitzinsniveaus erwartet

Die türkische Lira präsentiert sich zur Jahresmitte auf breiter Front weiterhin in überaus schwacher Verfassung und markierte hierbei jüngst gegenüber dem US-Dollar sogar ein neues Rekordtief. Zu schaffen macht der Lira derzeit vor allem das eingetrübte Sentiment gegenüber Schwellenländerwährungen. Neben der politischen Unsicherheit im Nachgang der Europawahlen (Stichwort: vorgezogene Neuwahlen in Frankreich) dürfte auch die „hawkische“ Fed, die Dot-Plots signalisieren für dieses Jahr nun nur noch eine Leitzinssenkung, zu der Stimmungseintrübung gegenüber risikosensitiven EM-Währungen beigetragen haben. Dass zudem die Inflation zuletzt nicht so stark wie erwartet zurückgekommen ist und der Preisdruck im Mai auch auf den Vorstufen der Produktion weiter zugenommen hat, dürfte die Sache für die angeschlagene Lira ebenfalls nicht einfacher machen. Alles andere als eine erneute Bestätigung des restriktiven geldpolitischen Kurses durch die türkische Notenbank (TCMB), welche am 27. Juni ihre nächste Leitzinsentscheidung bekanntgibt, wäre vor diesem Hintergrund eine faustdicke Überraschung.

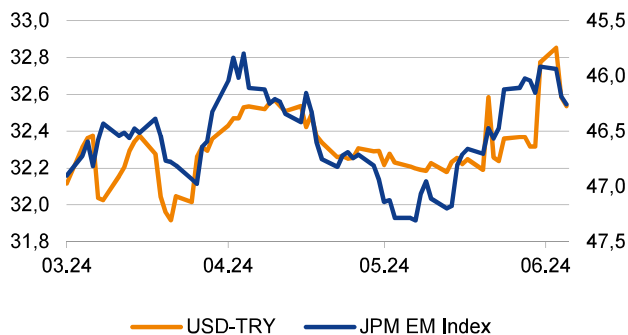
Positiv hervorzuheben sind die jüngsten BIP-Zahlen für das erste Quartal. Diese haben einmal mehr deutlich gemacht, dass die türkische Wirtschaft trotz des geldpolitischen Kurswechsels weiterhin kräftig wächst. So lag doch der Zuwachs gegenüber dem Vorquartal bei 2,4% und damit sowohl deutlich über dem Q4-Wert (1,0%) als auch über den Markterwartungen (1,6%, jeweils Q/Q). Einen erstaunlich kräftigen Wachstumsimpuls lieferten hierbei die privaten Investitionen. Auch der Außenhandel stützte das Wachstum, während der Schwung beim privaten Konsum nachgelassen hat. Unserer Einschätzung zufolge sollten sich bei der Inlandsnachfrage im Jahresverlauf weitere Bremseffekte zeigen. Neben dem hohen Zinsniveau sollte v.a. der von Finanzminister Simsek skizzierte Sparplan sowie das

Weltweit eingetrübtes EM-Sentiment macht auch der türkischen Lira zu schaffen

Türkei: Unerwartet gute BIP-Zahlen für Q1; konjunkturelle Verlangsamung erwartet

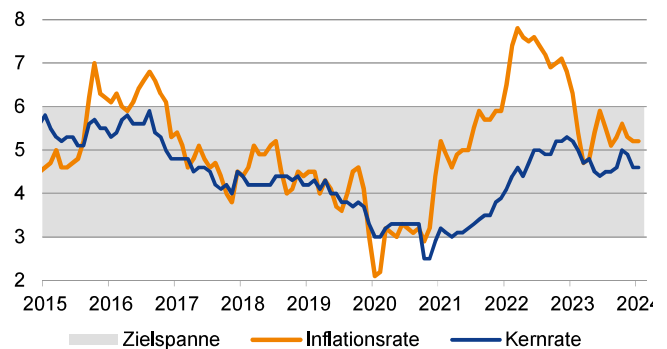
Einfrieren des Mindestlohns die Ausgabenfreude der privaten Haushalte drosseln. Im Zuge der von uns erwarteten Konjunkturverlangsamung dürfte in den kommenden Monaten auch der Druck bei den Verbraucherpreisen nachlassen. Von einer Entwarnung an der Inflationsfront kann jedoch weiterhin keine Rede sein, rechnen wir doch für 2024 immer noch mit einer Inflationsrate von rund 60%.

GLOBALES EM-SENTIMENT MIT SPÜRBAREM EINFLUSS AUF USD-TRY
LS: USD-TRY; RS: JPM EM INDEX (INVERS)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PREISZAHLEN REICHEN DER SARB NOCH NICHT
IN % J/J; KERNRATE: OHNE ENERGIE, NAHRUNGSMITTEL



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Der ANC fiel bei den Parlamentswahlen mit einem Stimmanteil von 40% von zuvor 57% an den unteren Rand der Prognosen. Den von der Verfassung vorgegebenen engen Zeitrahmen konnte Präsident Ramaphosa dennoch einhalten und ein breites Bündnis schmieden, sodass er bei der konstituierenden Sitzung der Nationalversammlung wieder zum Präsidenten gewählt wurde. Noch steht das Personaltableau der neuen Regierung nicht fest und auch ein Regierungsprogramm fehlt bisher. Die Einbindung der zweitgrößten Partei, der eher wirtschaftsfreundlichen DA, wurde an den Finanzmärkten aber positiv aufgenommen. Mindestens ebenso wichtig war, dass die dritt- und viertgrößten Parteien (MK-Partei und EFF) außen vor blieben, da sie eine stärkere staatliche Kontrolle über die Wirtschaft fordern. An Herausforderungen für die Regierung mangelt es nicht. Die Wirtschaftsdynamik ist seit Jahren schwach, die Arbeitslosenquote sehr hoch (32,9%) und die von staatlichen Unternehmen bereitgestellte Infrastruktur (u.a. Strom und Schiene) marode. Gleichzeitig ist der fiskalische Spielraum angesichts bereits hoher Defizite begrenzt. Sollten all diese Probleme auch nur ansatzweise gelöst werden, würden sich am südafrikanischen Markt aber auch große Chancen eröffnen.

Neue Regierung in Südafrika mit viel Arbeit

Eine stabile Regierung würde auch der Notenbank Spielraum verschaffen, ihren Leitzins zu lockern. Die Sitzung im Juli dürfte noch zu früh kommen, aber im September erscheint ein erster Schritt möglich. Die jüngsten Preiszahlen für den Mai brachten mit einer jeweils unveränderten Gesamtrate und Kernrate von 5,2% (J/J) bzw. 4,6% (J/J) keine neuen Hinweise. Die vierteljährliche Erhebung zu den Inflationserwartungen ist im Juli die nächste wichtige Veröffentlichung zu diesem Thema. Bisher halten sich die Inflationserwartungen von Unternehmen und Gewerkschaften für den geldpolitisch relevanten Horizont (nächstes und übernächstes Jahr) hartnäckig oberhalb von 5% und dürften damit für den Geschmack der Notenbank noch zu hoch sein.

Inflationserwartungen noch zu hoch

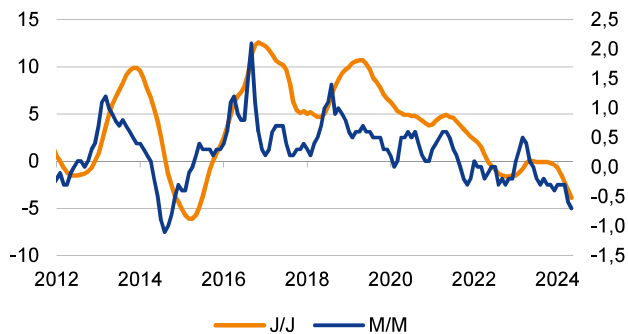
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Peking verteidigt Yuan-Stabilität – Warten auf das Dritte Plenum

Von Chinas Währung als „Hort der Stabilität“ zu sprechen, klingt zunächst irritierend. Der ungebremste Preisverfall am chinesischen Immobilienmarkt, die von der EU verhängten Strafzölle für Elektroautos und natürlich die allgegenwärtige Übermacht des US-Dollars dank vertagter US-Zinssenkung ... Gründe für Zweifel am Yuan gibt es weiterhin reichlich. Die tatsächlich zu beobachtende CNY-Abwertung fällt dennoch moderat aus, und USD-CNY hat mit Notierungen knapp oberhalb von 7,25 CNY bislang lediglich die globale USD-Aufwertung nachvollzogen, nicht aber eine eigene CNY-Schwäche eingepreist. Wie schon so oft an dieser Stelle verweisen wir auf die quasi-offiziellen Yuan-Stützungskäufe: nicht direkt von der Notenbank, aber von den staatlichen Geschäftsbanken. Trotz des an Schärfe gewinnenden Handelsstreits gibt es offenbar auch weiter (noch!) keine Versuche, die Währung zu instrumentalisieren und der Exportwirtschaft durch eine Schwachwährungspolitik Vorteile zu verschaffen. Wie wenig Chinas Außenhandel (dank Subventionen und staatlicher Exportoffensive) derzeit auf Hilfestellung angewiesen ist, werden uns die BIP-Daten für das zweite Quartal am 15. Juli, also kurz vor Veröffentlichung der nächsten Ausgabe des Devisen Monthly verraten.

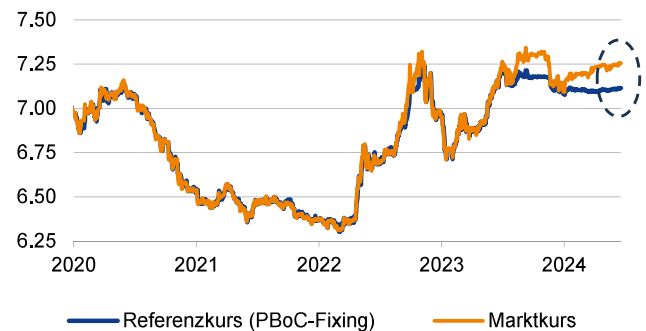
Stützungskäufe bremsen Abwertungsdruck aus

IMMOBILIENPREISE FALLEN SO SCHNELL WIE SEIT 2014 NICHT MEHR
PREISE FÜR NEUBAUTEN IN 70 GROSSEN UND MITTLEREN STÄDTEN,
L.S.: VERÄND. J/J, R.S.: VERÄND. M/M, IN %



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

PEKING VERTEIDIGT YUAN GEGEN WACHSENDE MARKTDRUCK
USD-CNY: MARKTKURS UND TÄGLICHES FIXING DER PBOC



Quelle: LSEG, PBoC, DZ BANK

Im Juli wartet zudem ein politisches Großereignis auf uns: das Dritte Plenum des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei. Das sogenannte „Plenum“ ist die wichtigste jährliche Plenarsitzung aller Parteimitglieder, diesmal geht es um die wirtschaftspolitischen Prinzipien für die nächsten fünf Jahre. Eigentlich hätte es bereits im November angestanden; es wurde aber aus unbekannten Gründen verschoben, was marktseitig Spekulationen über den Inhalt geweckt hat. Diese hoch hängenden Erwartungen teilen wir nicht, denn typischerweise bleibt es bei der Abschlusserklärung bei allgemeinen Richtlinien, die viel Interpretationsspielraum lassen. Die Konkretisierung der Pläne erfolgt erst Monate später. Wer auf den großen Wurf zur Rettung des Immobilienmarktes oder eine Reaktion auf die jüngsten Strafzölle aus den USA und Europa wartet, dürfte enttäuscht werden.

Drittes Plenum der KP als Schlüsselereignis

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

Brasilien & Mexiko: Glaubwürdigkeitsprobleme

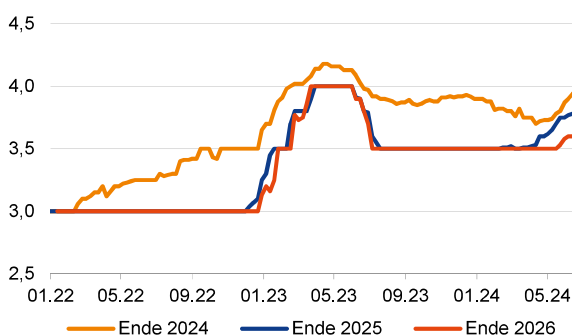
Die Wirtschaftsleistung in Brasilien konnte im ersten Quartal mit +0,8% (Q/Q) überraschend deutlich zulegen. Die Zahlen zum Ende des Quartals und für den April deuten aber bereits wieder auf eine nachlassende Dynamik hin. Zudem dürften die großen Überschwemmungen im Süden die Wirtschaftsaktivität im Mai gedämpft haben. Konjunkturdaten stehen derzeit aber nicht im Zentrum des Interesses an den Finanzmärkten. Vielmehr rücken die Fiskalpolitik und die Geldpolitik in den Vordergrund. Finanzminister Haddad müht sich anhaltend darum, zu Corona-Zeiten eingeführte steuerliche Ausnahmen auslaufen lassen, beißt sich dabei aber im Parlament immer wieder die Zähne aus. Hier dominieren die konservativen Parteien. Mögliche Maßnahmen zur Ausgabenkürzung, vor allem im Sozialbereich, finden dagegen bei seinen Kollegen in der Regierung und bei Präsident Lula da Silva wenig Gegenliebe. So drohen immer wieder die fiskalischen Ziele außer Reichweite zu geraten.

Die Geldpolitik muss dagegen mit einem Glaubwürdigkeitsproblem kämpfen, seitdem im März die Entscheidung für eine 25 Bp Zinssenkung mit fünf zu vier erfolgte, wobei die von Präsident Lula da Silva Ernannten für einen größeren Schritt votiert hatten. Befeuert wurden die Sorgen zuletzt noch vom Präsidenten, der ein Wachstumsziel für die Notenbank forderte und ankündigte, dass er für die Nachfolge von Campos Neto jemanden wählen werde, der sich der Entwicklung des Landes verpflichtet sehe und sich nicht von den Finanzmärkten gängeln lasse. Zum Jahreswechsel werden zwei weitere Führungspositionen in der Notenbank neu besetzt. Damit sind die Befürchtungen groß, dass künftig die politischen Ziele der Regierung wichtiger für die Geldpolitik werden als die reine Inflationsbekämpfung. Der Real reagierte sehr negativ auf diese Entwicklung. Die jüngste Entscheidung der Notenbank den Zins erstmals seit Beginn der Lockerungen im August letzten Jahres unverändert zu lassen, fiel dann aber einstimmig aus und dämpfte die Sorgen vor einer Politisierung der Notenbank. Ohnehin schimpft der Präsident zwar gerne über die Finanzmärkte, wenn es um die konkrete Politik geht, wird aber dennoch meist ein pragmatischer Weg gewählt. Die jährliche Überprüfung des Inflationsziels ist die nächste Gelegenheit diesen Pragmatismus zu bestätigen. Präsident da Silva meint zwar seit langem, dass das aktuelle Inflationsziel von 3% zu hoch sei, aber bei der Entscheidung im zuständigen Gremium wurde diese Marke im letzten Jahr nicht grundsätzlich in Frage gestellt. Die Regierung wird in der zweiten Jahreshälfte vor allem suchen müssen. Zum einen nach Einsparungsmöglichkeiten im Haushalt und zum anderen nach neuem Spitzenpersonal für die Notenbank. Der Real wird dies aufmerksam und mit merklicher Nervosität verfolgen.

Brasiliens Regierung sucht nach Einnahmen

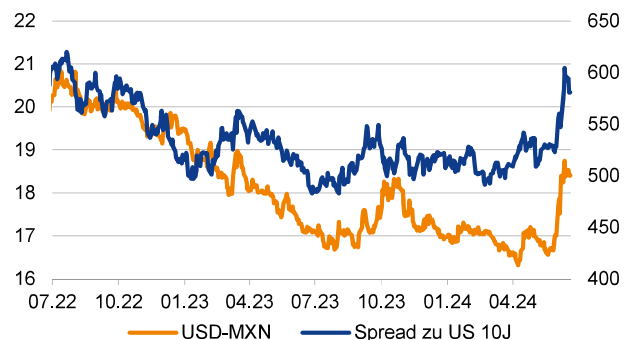
Geldpolitik sollte weiter von Pragmatismus geprägt sein

INFLATIONSZIEL VON 3% GERÄT AUßER REICHWEITE
JJ/J IN %; INFLATIONSERWARTUNGEN AUS FOCUS-REPORT



Quelle: Bloomberg, Banco Central do Brasil, DZ BANK

WAHLERGEBNIS HAT DIE FINANZMÄRKTE AUFGESCHRECKT
LS: USD-MXN; RS: SPREAD MEXIKO STAAT ZU US-SÄTZEN IN BP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Mit solch einer heftigen Reaktion auf die Wahlen in Mexiko Anfang Juni hatten wir nicht gerechnet. Die Wahl der Kandidatin des Regierungsbündnisses Claudia Sheinbaum zur neuen Präsidentin war zwar keine Überraschung, verschreckt hat an den Finanzmärkten vielmehr, dass das Regierungsbündnis im Abgeordnetenhaus eine Zweidrittelmehrheit und damit eine verfassungsändernde Mehrheit erringen konnte. In der zweiten Kammer, dem Senat wurde diese Schwelle aber knapp verfehlt. Präsident Lopez Obrador ist noch bis Ende September im Amt, während das Parlament bereits ab Anfang September in der neuen Zusammensetzung tagt. Lopez Obrador will dieses Zeitfenster nutzen, um einige Reformmaßnahmen, die er bisher nicht umsetzen konnte, in der Verfassung festzuschreiben. Kritisch wird dabei vor allem eine Justizreform (allgemeine Wahl der obersten Richter) gesehen, die die Kontrolle durch die Judikative aushöhlen könnte. Auch bisher unabhängige Behörden sollen stärker an die Regierung gebunden werden. Eine negative Reaktion auf diese Ankündigungen lag dabei zwar nahe, überrascht hat jedoch die Schärfe. Nach mehreren starken Jahren galt der Peso im Vorfeld der Wahlen allerdings bereits als sehr hoch bewertet und die Verluste gegenüber dem Dollar seit Anfang des Monats von 7,6% haben die Bewertungsverhältnisse lediglich wieder auf ein angemesseneres Niveau versetzt. Zunächst dürften dem Peso aber noch einige schwierige Wochen bevorstehen, die von der politischen Agenda bestimmt werden. Sollte sich die Befürchtungen nicht bestätigen, bleiben die grundsätzlich positiven Faktoren (Nearshoring, Zinsvorsprung) für die Währung bestehen, so dass auch wieder eine gewisse Erholung möglich ist.

Reaktionen auf die Wahlen heftiger als gedacht

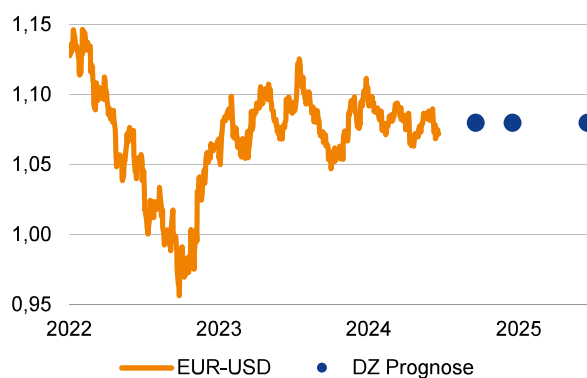
Aufgrund der engen außenwirtschaftlichen Verknüpfung haben kräftige Wechselkursbewegungen in Mexiko auch Folgen für das Preiseumfeld. Insbesondere Güterpreise reagieren empfindlich. Die Gruppe der Güter ohne Nahrungsmittel konnte zuletzt mit einem Preisanstieg von 2,1% gegenüber Vorjahr zumindest teilweise den hartnäckig hohen Preisauftrieb bei Dienstleistungen (+5,2% J/J) ausgleichen. Damit könnte es nach der jüngsten Währungsentwicklung schon bald vorbei sein. Die Banco de México wird dies besonders aufmerksam verfolgen und einen abwartenden Kurs einschlagen und damit der ersten Zinssenkung vom März erst später weitere Schritte folgen lassen. Hilfreich wäre dabei, wenn auch die US-Notenbank mit einer ersten Zinssenkung beginnt.

Geldpolitik muss nun länger warten

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

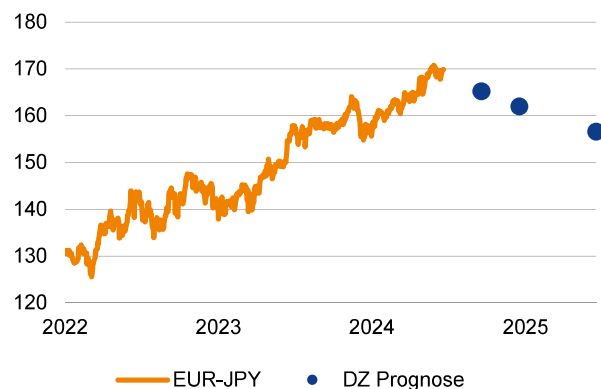
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



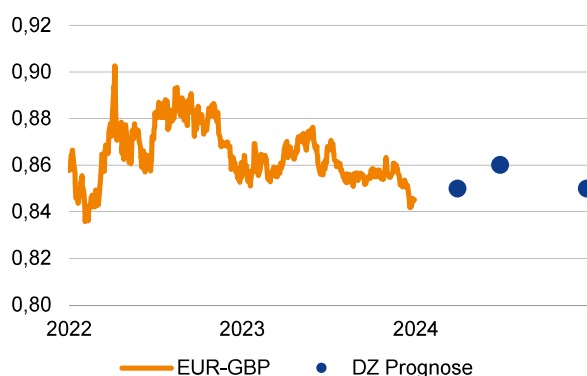
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



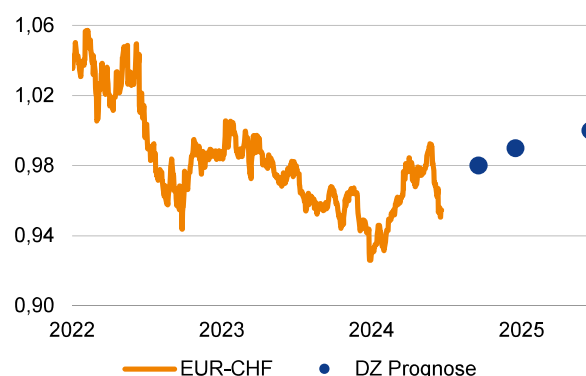
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



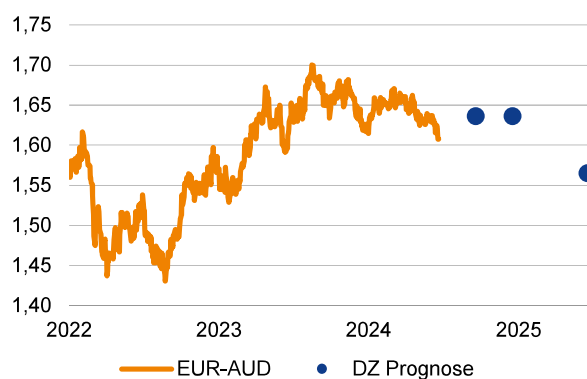
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



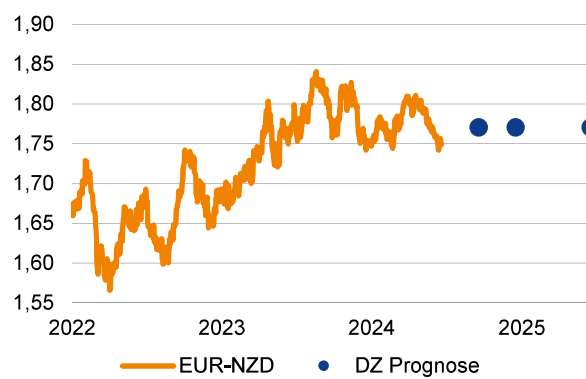
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



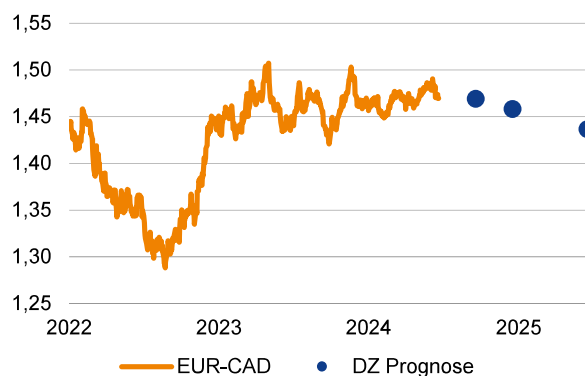
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



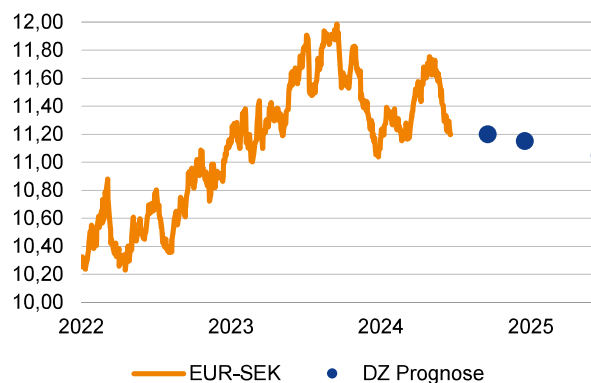
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



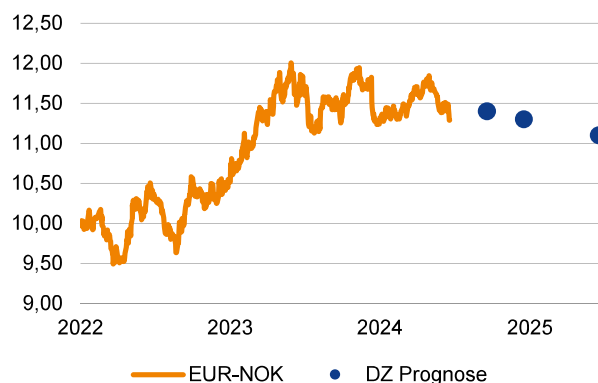
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



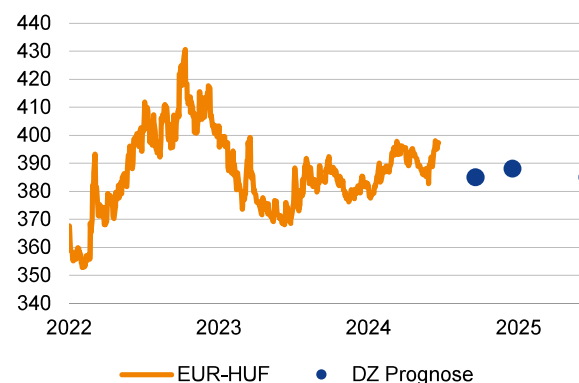
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



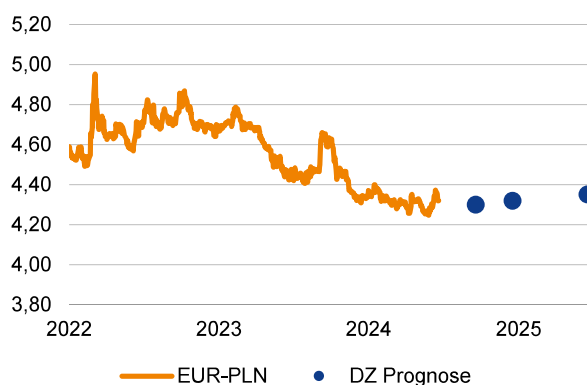
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



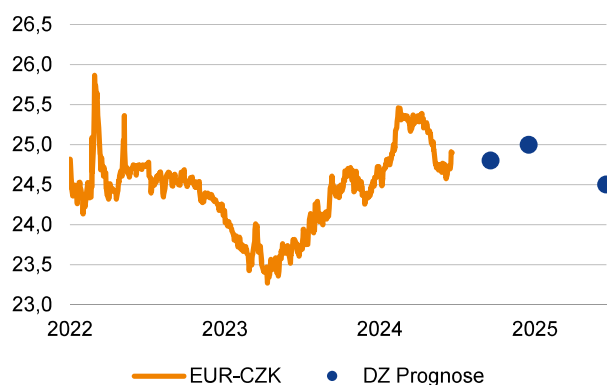
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



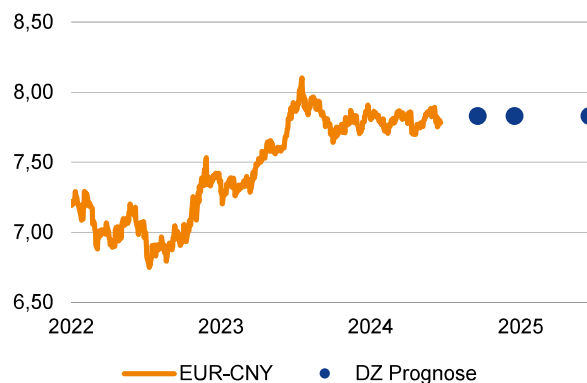
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



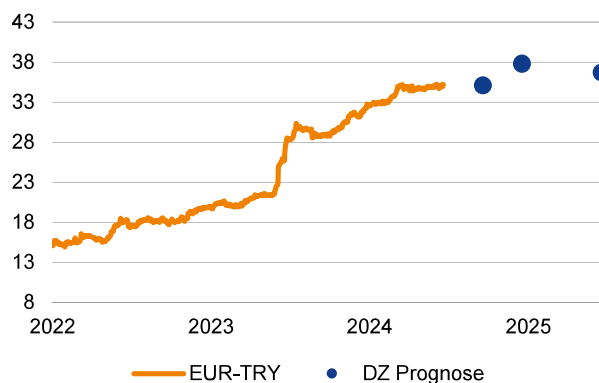
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



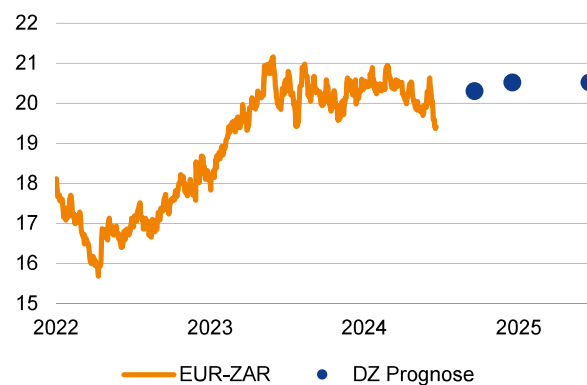
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



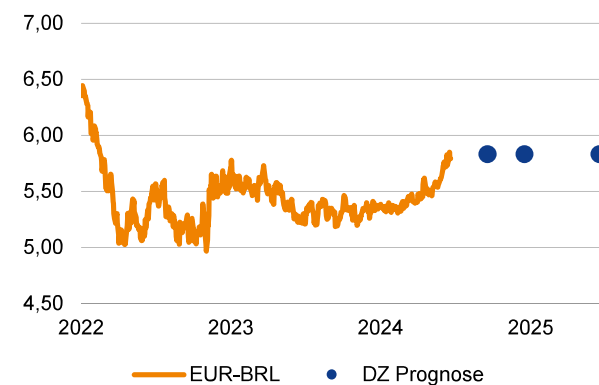
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



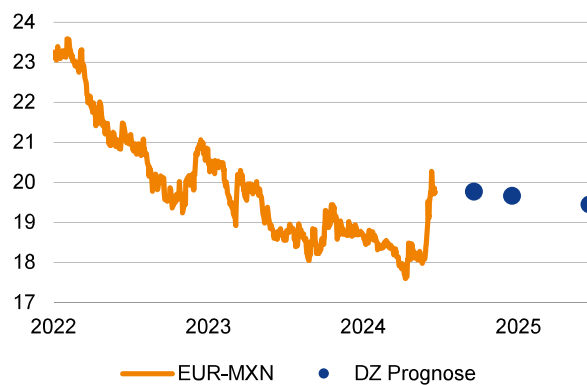
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

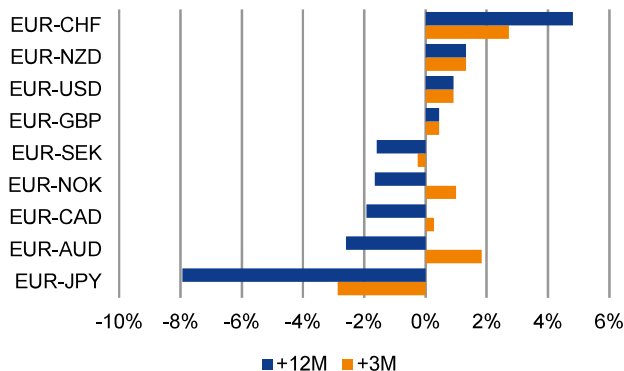
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

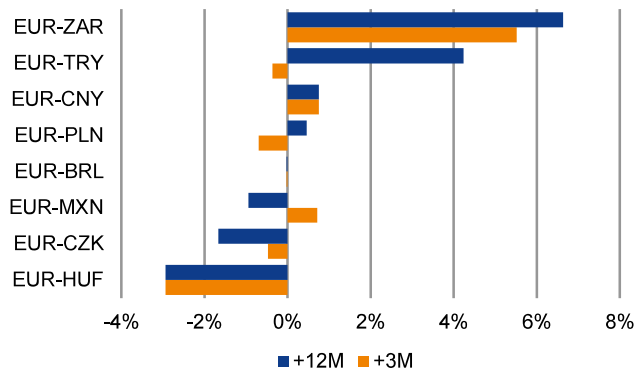
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0702	1,08	1,08	1,08
EUR/GBP	0,8463	0,85	0,86	0,85
EUR/JPY	170,11	165	162	157
EUR/CHF	0,9540	0,98	0,99	1,00
EUR/AUD	1,6069	1,64	1,64	1,57
EUR/NZD	1,7475	1,77	1,77	1,77
EUR/CAD	1,4647	1,47	1,46	1,44
EUR/NOK	11,29	11,40	11,30	11,10
EUR/SEK	11,23	11,2	11,2	11,1
EUR/PLN	4,3300	4,30	4,32	4,35
EUR/CZK	24,92	24,8	25,0	24,5
EUR/HUF	396,7	385	388	385
EUR/TRY	35,23	35,1	37,8	36,7
EUR/ZAR	19,24	20,3	20,5	20,5
EUR/CNY	7,7712	7,83	7,83	7,83
EUR/BRL	5,8331	5,83	5,83	5,83
EUR/MXN	19,62	19,8	19,7	19,4

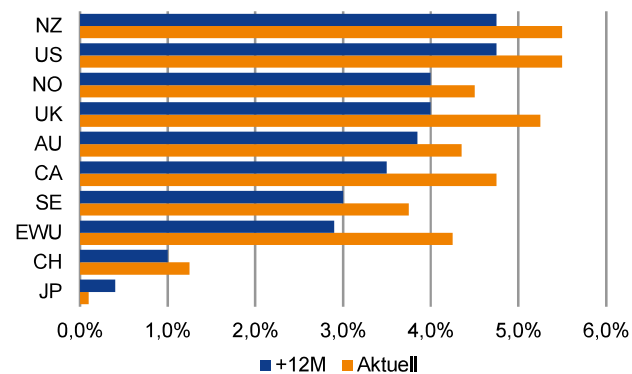
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0702	1,08	1,08	1,08
GBP/USD	1,2646	1,27	1,26	1,27
USD/JPY	158,95	153	150	145
USD/CHF	0,8915	0,91	0,92	0,93
AUD/USD	0,6660	0,66	0,66	0,69
NZD/USD	0,6124	0,61	0,61	0,61
USD/CAD	1,3686	1,36	1,35	1,33
USD/NOK	10,55	10,56	10,46	10,28
USD/SEK	10,49	10,4	10,3	10,2
USD/PLN	4,0460	3,98	4,00	4,03
USD/CZK	23,28	23,0	23,1	22,7
USD/HUF	370,6	356	359	356
USD/TRY	32,92	32,5	35,0	34,0
USD/ZAR	17,98	18,8	19,0	19,0
USD/CNY	7,2614	7,25	7,25	7,25
USD/BRL	5,4505	5,40	5,40	5,40
USD/MXN	18,34	18,3	18,2	18,0

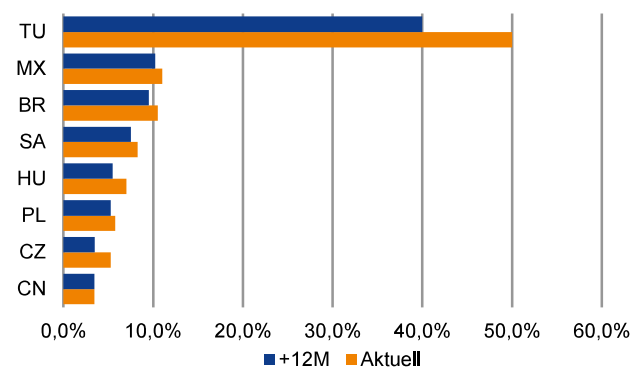
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINS-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	0,8	1,5	0,4	0,5	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,5	2,2	2,6	2,5	2,3	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-2,9	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	2,3	2,4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	2,2	2,9	2,8	2,0	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				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,5	1,0	-0,1	0,0	1,1	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	2,38	1,8	2,5	2,6	2,3	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	3,6	3,6				
Großbritannien							
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	2,0	2,2	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,6	-3,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,4	-2,9	-3,3				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,1	1,6	0,6	1,2	1,3	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,2	1,3	0,6	1,2	1,3	1,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,4	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8,0	8,0	8,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	1,3	2,5	1,1	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				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	0,6	2,3	0,1	0,0	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,4	2,2	4,0	3,9	2,9	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-3,5	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-5,6	-5,0				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,8	2,6	0,5	0,6	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	2,7	2,4	2,8	2,7	2,4	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	-2,2	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	-0,5	-0,9				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,0	0,8	1,8	0,7	-0,1	0,4	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	8,6	3,2	1,7	4,7	3,3	2,6	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,6	-1,0	-0,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,8	5,6	4,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	1,4	1,2	1,1	1,5	2,2	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,6	2,1	4,4	3,3	3,7	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	16,2	11,9	8,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	17,7	15,9	13,8				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,8	2,3	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	17,1	4,0	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-4,8	-4,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,3	1,2	-0,3
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	2,9	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	11,4	4,1	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-5,4	-4,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,6	-0,3	-1,7
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,2	1,3	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	10,6	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-2,5	-1,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,4	0,5	0,1
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,5	3,5	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	53,9	60,0	26,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,5	-2,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,4	-1,9	-1,9
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	0,7	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,9	5,2	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,3	-5,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,6	-2,2	-2,3
China			
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
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	1,3	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	3,9	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-7,5	-6,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-2,1	-1,7
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	4,6	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-5,0	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	0,3	-0,2

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente 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 Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: 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 Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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