



# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

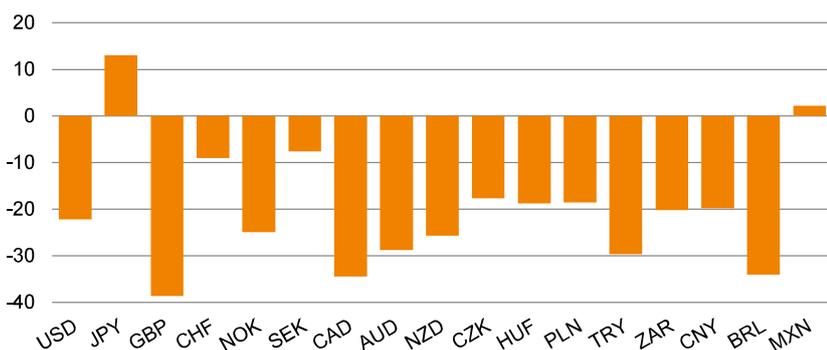
## Monthly

### Sommerliche Ruhe (nicht überall) an den Devisenmärkten

Der Euro schaffte es zuletzt zwar gegenüber dem Dollar den höchsten Stand seit März zu erklimmen, besonders dynamisch war die Bewegung aber nicht und am Markt werden dem Währungspaar auch in den kommenden Wochen keine größeren Sprünge zugetraut. Die implizite Volatilität von EUR-USD-Optionen, ein Maß für die erwartete Größe künftiger Kursbewegungen, liegt derzeit deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt, nachdem im Vorfeld der Wahlen in Frankreich noch leicht erhöhte Währungsrisiken eingepreist wurden. Unterdurchschnittliche Volatilitäten sind derzeit aber keine Besonderheit von EUR-USD, auch bei den meisten anderen der von uns betrachteten Währungspaare werden für die kommenden Wochen keine größeren Bewegungen erwartet. Eine saisonale Komponente ist bei den impliziten Volatilitäten jedoch allenfalls ansatzweise zu erkennen und nicht statistisch signifikant. EUR-USD bewegt sich zudem bereits seit rund eineinhalb Jahren in einer moderaten Spanne, sodass auch eine niedrige implizite Volatilität nicht überrascht. Ähnliches gilt auch bei den meisten anderen Währungspaaren. Eine implizite Volatilität oberhalb des längerfristigen Mittels weisen derzeit lediglich der Japanische Yen und der Mexikanische Peso auf und auch dies lediglich in einem begrenzten Umfang. Angesichts der jüngsten Interventionen zur Stützung des Yen bleibt die Richtung und Größe der Währungsbewegung beim Yen unsicher. Die Volatilität beim Peso hat sich dagegen in den letzten Wochen bereits wieder deutlich gelegt, nachdem sie aufgrund der Unsicherheiten über die politische Richtung nach den dortigen Wahlen kräftig gestiegen war. Auch die US-Wahlen könnten ein Faktor für Unsicherheiten sein. Die impliziten Volatilität von Optionen auf EUR-USD, die nach den US-Wahlen fällig werden, liegt zwar höher als bei kurzfristigen Laufzeiten, aber nicht so deutlich, als dass dies ein Hinweis auf eingepreiste größere Währungsrisiken im Wahlumfeld wäre.

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

DEVISENMARKT ERWARTET RUHIGE SOMMERMONATE  
IMPLIZITE VOLATILITÄT VON 1M EUR-XXX OPTIONEN, IN % GEGENÜBER 260W MEDIAN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
19.7.2024 11:27 Uhr

## INHALT

<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>2</b>
EWU: Euro profitiert – von der Schwäche anderer	2
USA: Unter Druck	3
Japan: Das Fenster für die BoJ schließt sich langsam	4
Großbritannien: Positive Stimmung nach den Wahlen	5
Schweiz: Frankreich aus den Augen, aber nicht aus dem Sinn	6
Australien & Neuseeland: „Dovishe“ RBNZ bekräftigt unsere Leitzinsprognose	7
Kanada: Warten auf weitere Konjunkturindikatoren bei der Bank of Canada	9
Skandinavien: Schwedens Inflation im Ziel – die Norges Bank bremsst noch	10
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>13</b>
Osteuropa: Wachstumszahlen für Q2 rücken in den Fokus	13
Türkei & Südafrika: Preiszahlen bestimmen geldpolitische Richtung	14
China: Enttäuschendes Wachstum und jetzt auch noch neuer Handelsstreit?	16
Brasilien & Mexiko: Nach schwachem Juni Erholung im Juli	17
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>19</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>22</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>23</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>24</b>
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>25</b>

Editor:  
Stefan Grothaus, ANALYST

## G10 WÄHRUNGEN

### EWU: Euro profitiert – von der Schwäche anderer

Während dem Dollar derzeit nichts so recht gelingen will, war dem Euro ein insgesamt äußerst erfolgreicher Monat vergönnt: die Gemeinschaftswährung konnte sich gegenüber vielen G10-Währungen behaupten. Geholfen hat fraglos die Erleichterung darüber, dass es in Frankreich zu keiner Mehrheit für den Rassemblement National gekommen ist. Blickt man jedoch etwas tiefer hinter die Kulissen, fällt es indes schwer, weitere Gründe dafür zu finden, warum der Euro zuletzt auf so soliden Füßen steht. Der EWU-Surprise Index ist (ähnlich wie sein amerikanisches Pendant) zuletzt gefallen und wieder in der Region der Tiefstände vom Ende des vergangenen Jahres angekommen. Die EZB hat die Zinsen schon im Juni gesenkt und wird dies wohl auch weiterhin tun. Was die politische Front betrifft, so ist der Ausgang der französischen Wahl allenfalls als das kleinere Übel zu bezeichnen. Macron galt bereits vorher als „lame duck“ und ist dies sicherlich auch heute. Die Regierungsbildung gestaltet sich schwierig und die Konzessionen, die Macron wird machen müssen, um ein Bündnis zusammenzuzimmern, werden fiskalpolitisch teuer sein. Nichts davon ist geeignet, dem Euro eine solide Basis für eine nachhaltige Aufwertung bereitzustellen. Vielmehr erscheint es, als wäre es dem Euro einfach gelungen das meiste aus der Schwäche anderer Währungen herauszuholen.

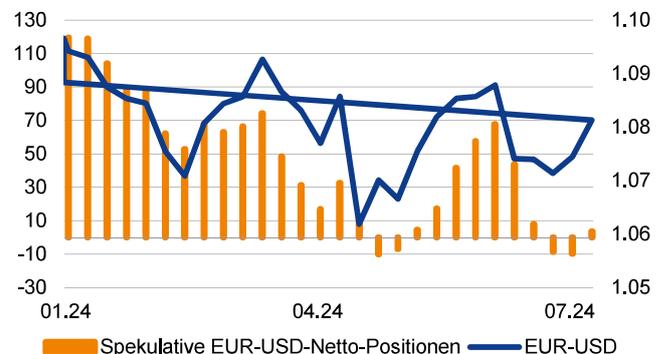
### Wertet der Euro wirklich aus eigener Kraft auf?

**EUROZONE: WIRTSCHAFTSLEISTUNG UNTER ERWARTUNGEN**  
SURPRISE INDEX (IN PUNKTEN)



Quelle: Bloomberg

**SPEKULATIVER MARKT NEUTRAL**  
LS: SPEKULATIVE POSITIONEN (IN '000); RS: EUR-USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Dass dem Markt mit Blick auf den Euro derzeit echte Inspiration fehlt, ist auch aus der Entwicklung der spekulativen Positionierungen zu erkennen: diese befinden sich seit Mitte Juni im neutralen Bereich um die Nulllinie. Brutto-Long- und Short-Positionen halten sich die Waage. Aktuell sehen wir keine Veranlassung davon auszugehen, dass sich dies auf absehbare Zeit ändern wird. Die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone mag nicht so schlecht sein, wie es zuletzt hier und da den Anschein hatte, ist jedoch allenfalls als anämisch zu bezeichnen. Die Zinserwartungen bzgl. der EZB sind mittlerweile fest verankert (zwei weitere Senkungen bis Jahresende), so dass auch von dieser Seite kaum neue Impulse kommen dürften. Mit unserer auf den ersten Blick vielleicht etwas langweilig wirkenden Prognose von 1,08 USD fühlen wir uns daher weiterhin wohl.

### Selbst dem spekulativen Markt fehlt derzeit die Inspiration

## USA: Unter Druck

Der Dollar hat zuletzt deutlich an Boden verloren - und zwar gegenüber fast allen G10-Währungen (nur die norwegische Krone war schwächer). Getrieben wurde die Abwertung des Dollars zunächst vor allem von den US-Fundamentaldaten, die seit einiger Zeit deutliche Anzeichen von Schwäche aufweisen. Der US-Surprise Index liegt derzeit bei -0,61 Punkten und ist damit so niedrig wie zuletzt Ende 2015. Selbst der Arbeitsmarkt, lange Zeit eine Säule der Stärke, konnte die Markterwartungen in den vergangenen Monaten nicht mehr erfüllen. Die US-Wirtschaft ist objektiv betrachtet weiterhin solide unterwegs, hat jedoch spürbar an Dynamik verloren. Dies spiegelt sich in einem fallenden Surprise Index, einem fallenden Dollar und sinkenden Renditen wider.

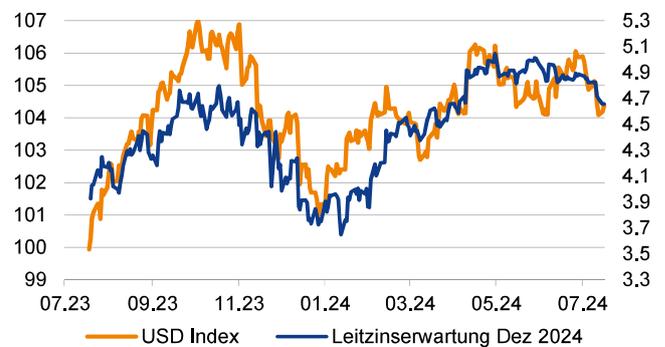
## Dollar fällt im Takt mit enttäuschenden Wirtschaftsdaten

US SURPRISE INDEX FÄLLT AUF 9-JAHRESTIEF  
INDEX IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

ZINSENKUNGSERWARTUNGEN KOMMEN WIEDER AUF  
LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITER LEITZINS DEZ 2024 (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

Doch nicht nur die Wachstumsindikatoren schwächeln, auch die Inflation hat zuletzt überrascht. Zwar verfehlten die letzten Daten den Konsens nur knapp, für den Markt war jedoch vor allem ausschlaggebend, dass die Inflationsrate (entgegen den Erwartungen) nicht erneut nach oben gewandert ist, sondern sogar leicht fallen konnte. Wenig überraschend hat dies zu einem erneuten Einpreisen aggressiverer Zinssenkungen geführt: der Markt geht aktuell davon aus, dass die Fed ihren Leitzins bis Ende des Jahres um knapp 65 Basispunkte senken wird. Das Zinssenkungen nach der Wahl auf der Agenda stehen, galt zwar schon lange als gesetzt, nun nehmen jedoch die Spekulationen zu, dass die Fed sich doch schon im September aus der Deckung wagen könnte. Politisch ist dies brisant, denn Donald Trump wird sicherlich nicht zögern der Fed politische Einflussnahme vorzuwerfen. Aus Sicht der Fed muss dies natürlich nicht zwingend bedeuten, dass sie nicht bereits im September agieren kann, sie würde dies jedoch wohl nur dann tun, wenn die Datenlage sehr eindeutig ist und das Ausbleiben einer Zinssenkung als wirtschaftliches Risiko angesehen würde. Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung, dass sie erst nach der Wahl aktiv wird.

## Sogar die Inflation konnte zuletzt "positiv" überraschen, was Zinssenkungsfantasien geschürt hat

Der Dollar dürfte in den kommenden Wochen und Monaten zunächst weiterhin sehr stark datenabhängig handeln. Insgesamt ist jedoch unbestreitbar, dass das Sentiment sich verschlechtert hat. Mit einer kurzfristigen Trendwende ist daher kaum zu rechnen. Es dürfte doch zunehmend deutlicheren Enttäuschungen an der Datenfront bedürfen, um die Abwärtsdynamik am Leben zu halten.

## Dollar-Sentiment hat sich eindeutig eingetrübt

## Japan: Das Fenster für die BoJ schließt sich langsam

Spekulationen über Interventionen sind im Yen allgegenwärtig. Am Donnerstag und Freitag der letzten Woche gab es (mutmaßlich) Yen-Käufe für 22,5 Mrd. USD und 13,5 Mrd. USD. Und auch am Mittwoch dieser Woche scheint es erneut Yen-Käufe von offizieller Stelle gegeben zu haben. Die formelle Bestätigung hierfür steht zwar noch aus, doch Details in der BoJ-Bilanz lassen kaum Platz für Zweifel. Die Besonderheit lag diesmal im Timing des Eingriffs: Es ging nicht um eine Phase akuter USD-JPY-Übertreibung, in der man sich gegen ein Überschießen stemmte. Vielmehr erfolgte die Intervention, als der Markt sich bereits aus eigenem Antrieb wegen der jüngsten US-Inflationsdaten in einer Korrekturphase befand. Die japanischen Offiziellen haben diese bereits laufende Bewegung durch ihre Yen-Käufe verstärkt, statt sich wie bisher gegen den Trend zu stemmen. Diese Strategie lässt zwar den Kern des Yen-Problems (=globaler Zinsnachteil) nicht verschwinden. Aber sie macht es für Spekulanten riskanter, sich gegen den Yen zu positionieren, da die Markteingriffe nicht mehr nur während Übertreibungsphasen erfolgen. Offenbar wurde ein neues Kapitel in der Interventionspolitik aufgeschlagen.

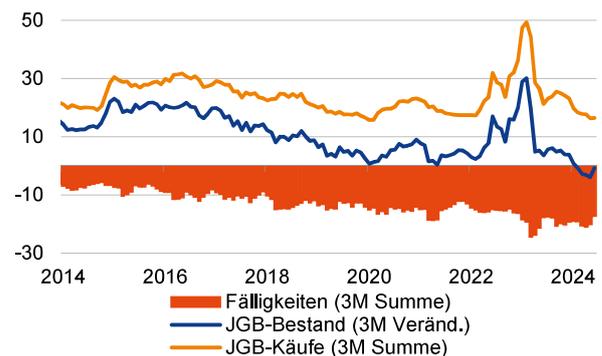
## Neue Interventionsstrategie?

### DIE NEUE INTERVENTIONSSTRATEGIE HINTERLÄSST SPUREN USD-JPY



Quelle: Trayport, DZ BANK

### PASSIVES QT HAT LÄNGST BEGONNEN – BOJ KAUFFT WEITER ANLEIHEN UND TROTZDEM SCHRUMPFT IHR JGB-BESTAND IN BIO. JPY



Quelle: LSEG, BoJ, DZ BANK

Während USD-JPY noch mit den schwachen US-Daten und der veränderten Interventionsstrategie hadert, richten wir unsere Aufmerksamkeit auf die BoJ-Sitzung am 30./31. Juli. Nachdem sie uns im Juni einen Plan für die weiteren Wertpapierkäufe versprochen hat, steht die Bank von Japan jetzt unter Zugzwang. Wir rechnen sowohl mit einer kleinen Leitzinserhöhung als auch der Vorstellung eines Exit-Zeitplan zur mittelfristigen Reduzierung der JGB-Käufe. Zinserhöhung und Reduzierung der Anleihekäufe gehen zwar in dieselbe, restriktive Richtung, haben aber unterschiedliche geldpolitische Intentionen. Es gibt also für Ende Juli keinen Trade-Off „entweder - oder“.

## Entscheidung am 31. Juli: BoJ unter Zugzwang

Was zunächst spektakulär klingt, nämlich ein Exit-Plan für die Bondkäufe, könnte sich als zahnlöser Tiger erweisen. Die BoJ hat den Rentenmarkt bereits (weitgehend unbemerkt) auf Diät gesetzt. Mit dem Ende der YCC-Politik hat sich die Notenbank zwar zur unveränderten Fortsetzung der JGB-Käufe bekannt, faktisch ist das „passive QT“ aber längst angelaufen. (Quantitative Tightening zur Verkürzung der Notenbankbilanz kann entweder durch den „aktiven“ Verkauf von Assets erfolgen oder „passiv“, indem fällig gewordene Wertpapiere nicht ersetzt werden.) Die BoJ

## BoJ-Bilanz schrumpft aufgrund Fälligkeiten bereits, obwohl sie weiter großzügig JGBs kauft

hält ihr Versprechen, auch weiterhin großzügig Anleihen zu kaufen – und dennoch verringert sich der JGB-Bestand in der Bilanz aufgrund der Fälligkeiten. Für den Exit-Plan dürfte dieser Spagat eine wesentliche Rolle spielen. Solange genügend Bonds fällig werden, könnte der Exit-Pfad stolperfrei verlaufen, ohne dass die BoJ besonders gefordert wäre. Die symbolische Wirkung eines aktiven QTs wäre aber für die Märkte und besonders für den Yen eine weitaus stärkere. Für die kurzfristigen USD-JPY-Perspektiven spielen daher die Interventionspolitik und die Zweifel an der US-Konjunktur eine größere Rolle.

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

**Großbritannien: Positive Stimmung nach den Wahlen**

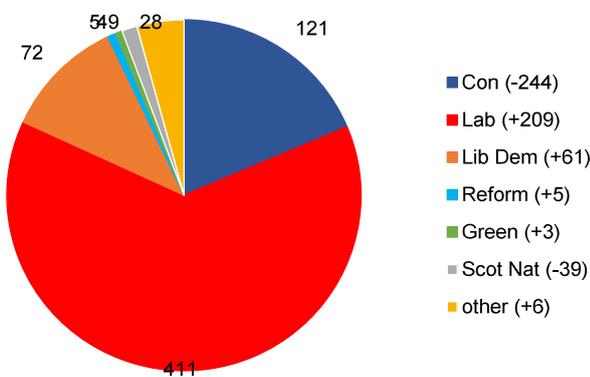
Für die Finanzmärkte war der Ausgang der Parlamentswahlen in Großbritannien bereits seit mehr als einem Jahr klar. Das Ausmaß des Sieges für die Labour-Partei und ihre Mehrheit im Unterhaus lag aber schließlich über den Erwartungen. Zunächst gab es wenig Bewegung an den Finanzmärkten. Der neue Premierminister Keir Starmer verfügt über ein überwältigendes Mandat zur Umsetzung seiner Politik. Diese wurde am 17. Juli in der "King's Speech" mit einer ambitionierten Liste von 39 Gesetzesvorschlägen dargelegt.

In der Finanzpolitik sind die Herbstklärung und der (Frühjahrs-)Haushalt traditionell die wichtigsten Ereignisse im Kalender. Da sich die neue Labour-Regierung offenbar auf eine große finanzpolitische Erklärung pro Jahr beschränken will, bleibt abzuwarten, was aus der Herbstklärung wird. Mit einem neuen Haushaltsplan ist jedenfalls *frühestens* am 13. September zu rechnen, da die Schatzkanzlerin dem unabhängigen Office for Budget Responsibility (OBR) die Einzelheiten zehn Wochen vorher darlegen muss. Das OBR entscheidet offiziell über den finanzpolitischen Kurs und damit über den Ausgabenspielraum der Regierung, der sich aus den Aussichten für das Wirtschaftswachstum und den Plänen zur Erhöhung der Einnahmen ergibt.

**Erdrutschsieg bei den Parlamentswahlen für die Labour Party**

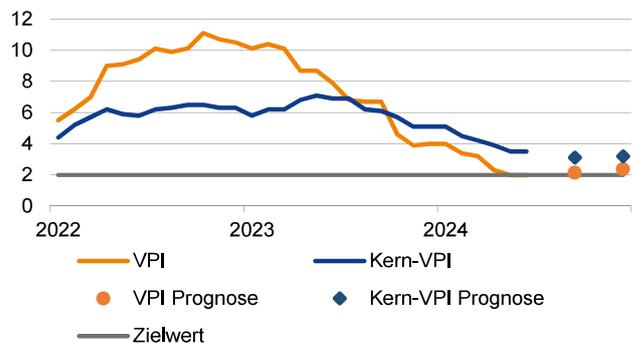
**Detaillierte Finanzpolitik der Labour Party frühestens Mitte September bekannt**

DIE LABOUR PARTY HAT BEI DEN PARLAMENTSWAHLEN MASSIV AN STIMMEN GEWONNEN UND EINE DEUTLICHE MEHRHEIT ERRUNGEN ANZAHL DER ABGEORDNETEN



Quelle: House of Commons, DZ BANK

DIE INFLATION IST GESUNKEN UND DÜRFTE IN H2 2024 IN DER NÄHE DES ZIELWERTS VERHARREN, ABER DIE KERNRATE GIBT WEITER ANLASS ZUR SORGE IN % Y/Y



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Im Bereich der Geldpolitik berücksichtigt die Bank of England (BoE) bei der Formulierung ihrer Konjunkturprognosen und der Festlegung ihrer geldpolitischen Maßnahmen die bekannte Fiskalpolitik der Regierung - und nicht die erwartete Fiskalpolitik. Der kurzfristige finanzpolitische Ausblick bleibt daher unverändert. Was die Geldpolitik anbelangt, so besteht die Herausforderung für die BoE nach dem Erreichen des VPI-Ziels von 2% (J/J) darin, dieses Niveau zu halten und gleichzeitig das Wirtschaftswachstum zu stützen. Nachdem die Gesamtinflation im Mai 2% (J/J) erreicht hat, dürfte sie im weiteren Verlauf des Jahres leicht darüber liegen. Die Inflation im Dienstleistungssektor, die deutlich über 5% liegt (im Juni 5,7% J/J), gibt weiterhin Anlass zur Sorge. Es gibt jedoch ermutigende Anzeichen dafür, dass sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt entspannt, da die Zahl der Beschäftigten leicht zurückgeht und die Lohnsteigerungsrate weiter sinkt, auch wenn letztere mit 5,7% J/J für die BoE immer noch zu hoch ist.

Angesichts der aktuellen Inflationsaussichten und der eindeutig restriktiven Geldpolitik könnte die BoE auf der Sitzung des geldpolitischen Ausschusses (MPC) im August zum ersten Mal seit 2020 die Zinsen senken. Ein moderater Zinsschritt von 25 Basispunkten wird erwartet. Damit würde die Politik nach wie vor restriktiv und inflationsdämpfend wirken. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob die Mehrheit des neunköpfigen Ausschusses von den Argumenten für eine moderate Zinssenkung überzeugt sein wird. Es wird knapp.

In den zwei Wochen nach den britischen Parlamentswahlen hat das Pfund Sterling an Wert gewonnen. Dies dürfte eher auf die Unsicherheiten zurückzuführen sein, die seit den Wahlen in Frankreich über dem Euro schweben, sowie auf die Markterwartungen, dass die Fed die Zinsen bis 2024 zweimal und nicht wie bisher angenommen einmal senken könnte. Die Fundamentaldaten des Vereinigten Königreichs haben sich (zumindest mit Blick auf Anfang 2025) nicht wesentlich zum Besseren verändert, so dass die Argumente für eine deutliche und nachhaltige Aufwertung des Pfunds sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem Dollar - zumindest vorerst - fehlen.

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

**Nachdem die BoE ihr Inflationsziel von 2% erreicht hat, steht sie nun vor der Herausforderung, dieses zu halten**

**aber zumindest kühlt sich der Arbeitsmarkt allmählich ab und der Lohnanstieg verlangsamt sich**

**Die BoE hätte Spielraum für eine Zinssenkung um 25 Bp auf der MPC-Sitzung im August**

**Das Pfund wurde in letzter Zeit von Unsicherheiten gestützt, die auf dem Euro und dem Dollar lasten**

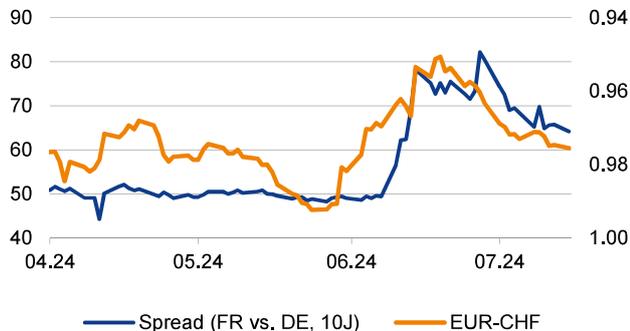
## **Schweiz: Frankreich aus den Augen, aber nicht aus dem Sinn**

Nachdem sich die Turbulenzen um die Frankreich-Wahl gelegt haben, ist auch beim Schweizer Franken wieder Ruhe eingekehrt. Der Großteil der Safe-Haven-Umschichtungen, die EUR-CHF bis auf rund 0,9475 CHF fallen ließen, sind inzwischen wieder zurückgedreht. Ganz aus den Augen verlieren sollten wir die politische Komponente allerdings nicht: Auch wenn die befürchtete Mehrheit des rechten Rassemblement National vermieden werden konnte, ist die Regierungsbildung in Frankreich alles andere als einfach. (Wirtschaftspolitische) Zugeständnisse an die Linken, die an den Finanzmärkten auf wenig Gegenliebe stoßen, oder ein sich über Monate hinziehender politischer Stillstand sind längst keine Utopie mehr. Für aggressive Franken-Safe-Haven-Käufe dürften diese Perspektiven kaum genügen; die unterschwellige Unsicherheit könnte die fundamental eigentlich angemessene, moderate Franken-Abwertung aber verlangsamen.

**Politisches Risiko bleibt (unterschwellig) erhalten**

**SCHWEIZER FRANKEN STEHT UND FÄLLT MIT FRANKREICH-SORGE**

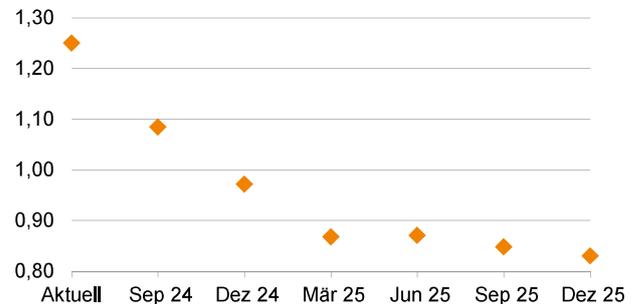
L.S.: SPREAD FRANKREICH VS. DEUTSCHLAND IN BP (STAATSANLEIHEN 10J), R.S.: EUR-CHF (INVERS)



Quelle: LSEG, DZ BANK

**EIN BISSCHEN SPIELRAUM IST NOCH BEI DEN ZINSEN**

SNB-LEITZINS: MARKTERWARTUNG (OIS) FÜR DIE NÄCHSTEN SITZUNGSTERMINE, IN %



Quelle: LSEG, DZ BANK

Insgesamt dürften dem Schweizer Franken bis zur nächsten SNB-Sitzung im September schwerwiegende Richtungsentscheidungen erspart bleiben. Eine erneute Zinssenkung ist zu 70% eingepreist, die Inflation ist mit 1,3% (J/J, Juni-Wert) unter Kontrolle und neue Wachstumszahlen gibt es erst am 15. August (BIP für Q2, vorläufige „experimentelle“ Schätzung). Die Chancen stehen gut, dass die Alpenwährung eine ruhige Sommerpause in der Nähe ihrer aktuellen Notierungen verbringen kann.

**Zeit für eine ruhige Sommerpause**

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

**Australien & Neuseeland: „Dovishe“ RBNZ bekräftigt unsere Leitzinsprognose**

Im Vergleich zu Fed, RBNZ und Co. hat die Reserve Bank of Australia (RBA) in den letzten zwei Jahren bekanntlich einen weniger aggressiven Zinserhöhungszyklus vollzogen. Hinter dieser Strategie steht vor allem die Absicht, die Erholung des australischen Arbeitsmarktes nach dem Ende der Corona-Pandemie nicht gleich wieder im Keim zu ersticken. Gleichzeitig fragen sich (einige) Marktteilnehmer – und wohl auch die australischen Währungshüter –, ob die Geldpolitik restriktiv genug ist, um die Inflation mittelfristig wieder in das 2-3%-Inflationszielband zu führen. Nachdem die Inflationsrate gemäß den monatlichen Daten bereits im März und April gestiegen war und die RBA bei ihrer Sitzung im Juni sogar eine geldpolitische Straffung diskutierte, nun aber der nächste Schock: Die Inflation hat auch im Juni nochmals zugelegt und ist mit 4,0% von zuvor 3,6% (je J/J) stärker als marktseitig erwartet gestiegen. Dies sorgte dafür, dass die australischen Cash Rate Futures datiert auf die RBA-Sitzung im Dezember zwischenzeitlich Zinserhöhungen um mehr als 18 Bp implizierten. In diesem Umfeld der Gefahr einer erneuten Zinserhöhung konnte der „Aussie“ in den letzten Wochen beachtliche Kursgewinne erzielen, kratzte gegenüber dem US-Dollar an der Marke von 0,68 USD und damit ebenfalls am Jahreshoch von Anfang Januar (Randnotiz: die Divergenz der geldpolitischen Aussichten zwischen RBA und RBNZ hat sich zuletzt auch in den höchsten AUD-NZD-Notierungen seit Oktober 2022 geäußert).

**AUD erhielt zuletzt durch Zinserhöhungsspekulationen Auftrieb**

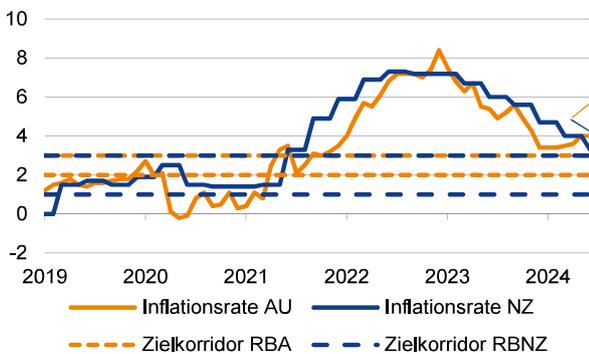
Allerdings ist der Anstieg der Teuerungsrate vor allem auf Basiseffekte zurückzuführen, letztes Jahr im Mai sorgten staatliche Energierabatte für einen geringeren Preisdruck bei der Energiekomponente. Zudem sind die monatlichen Daten kein verlässlicher Proxy für die von der RBA favorisierten vierteljährlichen Inflationsdaten, schließlich werden nur etwa 60% der Preisdaten bei der monatlichen Erfassung aktualisiert. Auf letzteres wies auch der neue Vize-Chef der Notenbank, Andrew Hauser, hin und sagte zugleich, dass einerseits noch einige wichtige Datenveröffentlichungen (v.a. die Q2-Inflationsdaten Ende Juli) vor der kommenden RBA-Sitzung im August anstehen, andererseits die Zinsentscheidung auch nicht von einem Datenpunkt abhängt. Wir gehen nach wie vor mit der Fortsetzung des Disinflationprozesses aus – das DZ BANK Research erwartet, dass die obere Schranke des Inflationszielkorridors im vierten Quartal erreicht wird –, auch weil die Arbeitsmarktbedingungen gemessen am Verhältnis von Arbeitslosen je offener Stelle Abkühlungstendenzen aufweisen, wodurch der Lohndruck und schließlich auch der Preisdruck bei den Dienstleistungen allmählich geringer werden sollte.

Insgesamt halten wir die Hürden für eine geldpolitische Straffung der RBA nach wie vor für hoch. Wir rechnen ab Dezember mit dem Beginn eines umsichtigen Zinssenkungszyklus. Aufgrund der Tatsache, dass unsere aktuellen Prognosen hinsichtlich der Geldpolitik von Fed und RBA von Timing und Umfang her ähnlich sind, rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung von AUD-USD auf 3M- sowie 6M-Sicht. Danach dürfte der „Aussie“ von besseren Konjunkturaussichten im Vergleich zu den Vereinigten Staaten profitieren und die Marke von 0,70 USD anvisieren.

**Inflationsrebound aber vor allem aufgrund von Basiseffekten; Q2-Inflationsdaten im Fokus**

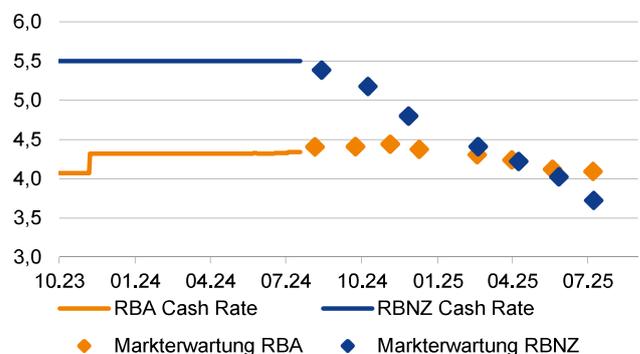
**Geldpolitische Straffung der RBA unwahrscheinlich; AUD sollte auf 12M-Sicht von soliden Konjunkturperspektiven profitieren**

**AUSTRALISCHE INFLATION ZULETZT WIEDER GESTIEGEN, WÄHREND NEUSEELÄNDISCHE RÜCKLÄUFIG WAR**  
JE IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**„DOVISHE“ RBNZ-ZINSENTSCHEIDUNG UND INFLATIONSRÜCKGANG HABEN MARKTSEITIGE ZINSSENKUNGSFANTASIEN VERSTÄRKT**  
LEITZINSSÄTZE + IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNGEN IN OIS; IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ein anderes Bild hinsichtlich der geldpolitischen Tonspur sowie der Inflationsentwicklung hat sich zuletzt in Neuseeland abgezeichnet. Bis zur Sitzung im Juli hatte die neuseeländische Notenbank (RBNZ) noch über eine Zinserhöhung diskutiert und keine geldpolitische Lockerung vor dem dritten Quartal 2025 prognostiziert. Auf der Sitzung letzte Woche dann der Tonwechsel, den viele Marktteilnehmer als „dovish“ einstufen: Die Kiwi-Währungshüter machen sich zunehmend Sorgen über die Wirtschaft des Landes, schließlich deuten gleich eine Reihe von Stimmungsindikatoren auf eine erneute konjunkturelle Schwächephase hin (und man merke an dieser Stelle an, dass das neuseeländische BIP in vier der letzten sechs Quartale geschrumpft ist). Sowohl der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungsbereich sind auf den niedrigsten Ständen seit der Pandemie und so ist ein erneuter Rückgang der Wirtschaftsleistung nicht ausgeschlossen. In der Beschlusserklärung hieß es zudem, dass die „restriktive Geldpolitik

**RBNZ macht sich zunehmend um Konjunkturaussichten Sorgen; "dovische" Tonspur entfacht Zinssenkungsfantasien**

im Einklang mit dem erwarteten Rückgang des Preisdrucks gelockert würde“. Was den Disinflationprozess betrifft, können die Währungshüter nun tatsächlich durchatmen: Die Inflationsrate ist im zweiten Quartal von zuvor 4% auf nun 3,3% (je J/J) gesunken und ist damit stärker rückläufig gewesen als vom Konsens erwartet (3,4%) und von der RBNZ im Mai prognostiziert (3,6%). Mit einer Teuerungsrate für nicht-handelbare Güter von 5,4% (J/J) ist der inländische Preisdruck zwar immer noch deutlich über dem Zielkorridor der RBNZ von 1-3%, dieser dürfte angesichts der nachlassenden Konjunkturdynamik jedoch allmählich nachlassen. Das DZ BANK Research rechnet damit, dass die Headline-Inflation bereits im laufenden Quartal innerhalb des Zielbandes zurückkehrt.

Die jüngsten Inflationsdaten sowie die „dovische“ Zinsentscheidung bekräftigen unsere Einschätzung einer ersten Zinssenkung im November. Inzwischen sind in den Geldmarktsätzen für die November-Sitzung zwar Zinssenkungen in Höhe von ca. 70 Bp eingepreist. Wir rechnen aber nach wie vor mit einem „kleinen“ Zinsschritt von 25 Bp nach unten (auch wenn die RBNZ in der Vergangenheit im Vergleich zu anderen Notenbanken durchaus mit größeren Zinsschritten überrascht hat) und anschließend mit vorsichtigen, weiteren Lockerungen im kommenden Jahr. Unter diesen geldpolitischen und konjunkturellen Rahmenbedingungen gestehen wir dem Kiwi-Dollar über alle Prognosehorizonte nach wie vor keine Kursgewinne zu.

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

**NZD-USD sowie EUR-NZD dürften sich über alle Prognosehorizonte weiterhin seitwärts bewegen**

### **Kanada: Warten auf weitere Konjunkturindikatoren bei der Bank of Canada**

Die Bank of Canada hat als erste Notenbank eines G-7-Landes im laufenden Zyklus (am 5. Juni) die Zinsen gesenkt. Weitere Lockerungsschritte werden jedoch erst erwartet, wenn die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stimmen. Dies dürfte bis zum Herbst dauern.

Nach einer soliden Entwicklung im ersten Quartal weisen die Wirtschaftsdaten der letzten Monate auf eine Fortsetzung des mäßigen Wachstums im zweiten Quartal hin. Die BIP-Daten werden Ende des Monats veröffentlicht. Frühindikatoren wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes deuten darauf hin, dass die moderate Konjunkturbelebung auch in der zweiten Jahreshälfte andauern wird.

Die Bank of Canada kann zufrieden sein, dass ihre restriktive Geldpolitik Wirkung zeigt, nachdem die Inflation rund zwei Jahre lang über dem oberen Ende des Zielkorridors von 1-3% verharrte. Seit Jahresbeginn liegt der Verbraucherpreisanstieg nur noch knapp unter 3% (im Juni 2,7% J/J). Die DZ BANK geht davon aus, dass dies auch im weiteren Verlauf des Jahres so bleiben wird. Da die Geldpolitik nach wie vor straff ist, die Realzinsen nahe den Höchstständen der letzten zehn Jahre liegen und die Inflation unter Kontrolle ist, hat die BoC Spielraum für weitere Zinssenkungen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die kanadische Notenbank zunächst weitere Konjunkturdaten abwarten wird, bevor sie diesen Schritt tut. Die BoC würde es begrüßen, wenn sich die Inflation näher an der Mitte des Zielkorridors orientieren würde. Darüber hinaus wünscht sie sich eine Entspannung auf dem Arbeitsmarkt. Während die Arbeitslosigkeit seit Monaten steigt, rechnen die Ökonomen der DZ BANK in den kommenden sechs Monaten mit einem leichten Rückgang. Mehr Sorgen dürfte der BoC jedoch die Entwicklung der Lohnforderungen bereiten.

**Die BoC senkt als erste Notenbank in der G-7 die Zinsen, hat es jedoch mit weiteren Maßnahmen nicht eilig**

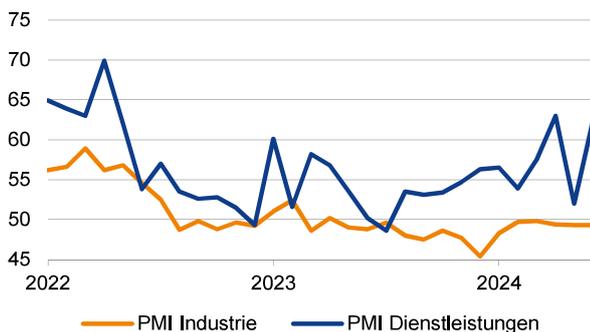
**Die Wirtschaft dürfte sich weiterhin leicht positiv entwickeln.**

**Verbraucherpreise wieder im Zielbereich, aber die BoC hat es mit Zinssenkungen nicht eilig**

**Weitere Flexibilisierung der Arbeitsmarktbedingungen wünschenswert**

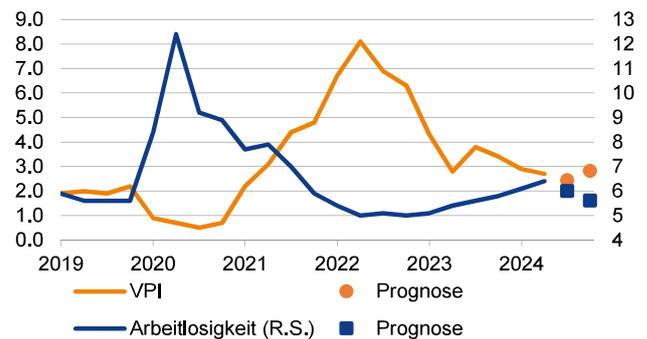
Diese lagen in diesem Jahr im Durchschnitt bei knapp über 5%, was der Notenbank zu hoch ist. Steigende Arbeitslosigkeit und weniger offene Stellen dürften dazu beitragen, den Lohnanstieg zu dämpfen. Allerdings dürfte die BoC eine positive Entwicklung an dieser Front und ein Nachlassen des Inflationsdrucks abwarten wollen, bevor sie die Zinsen erneut senkt. Die abwartende Haltung dürfte sich bis in den Herbst fortsetzen, wenn mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte gerechnet wird.

#### DIE EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTEN AUF ANHALTENDE EXPANSION DER WIRTSCHAFT KANADAS IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

#### DER VPI LIEGT BEI VORERST ENTSPANNTER ARBEITSMARKTLAGE NAHE AM OBEREN ENDE DES ZIELKORRIDORS VON 1-3% IN % J/J; ARBEITSLÖSENQUOTE IN %, BEIDES QUARTALS DATEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für den Kanadischen Dollar sind die geldpolitische Ausrichtung der BoC, der EZB und der Fed ausschlaggebend für künftige Gewinne oder Verluste gegenüber dem US-Dollar und dem Euro. Daran hat sich in letzter Zeit wenig geändert, obwohl die wichtigsten US-Inflationsdaten eher schwach ausfielen und der Geldmarkt nun eine stärkere Lockerung der Geldpolitik durch die Fed erwartet als noch vor einigen Monaten. Bis zum Herbst dürfte dies bedeuten, dass der kanadische Dollar gegenüber seinen Haupt-Währungsrivalen seitwärts bis leicht fester gehandelt wird.

**CAD wird gegenüber USD und EUR seitwärts bis leicht fester gehandelt**

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

#### Skandinavien: Schwedens Inflation im Ziel – die Norges Bank bremst noch

Schwedens Inflation unterschreitet den Zielwert – die Wirtschaftstätigkeit scheint sich zu erholen. Der für die Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) lag im Juni bei 1,3% im Jahresvergleich, unerwartet deutlich unter dem Mai-Wert von 2,3% und unter den Markterwartungen, die bei 1,6% gelegen hatten. Damit kann die Riksbank das Erreichen des Inflationsziels als geldpolitischen Erfolg verbuchen. Zumal sich auch die Kerninflation im Juni im Jahresvergleich stärker als erwartet auf 2,3% abschwächte. 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. Da die jüngsten Preisdaten zeigen, dass die Inflation weitgehend unter Kontrolle ist, bleiben die Rahmenbedingungen für die Riksbank das geldpolitische Bremspedal weiter zu lockern intakt. Zumal sich auch der Arbeitsmarkt allmählich abschwächt. Mit mehr Entlassungen

**Inflation unterschreitet Zielwert, die Wirtschaftstätigkeit erholt sich**

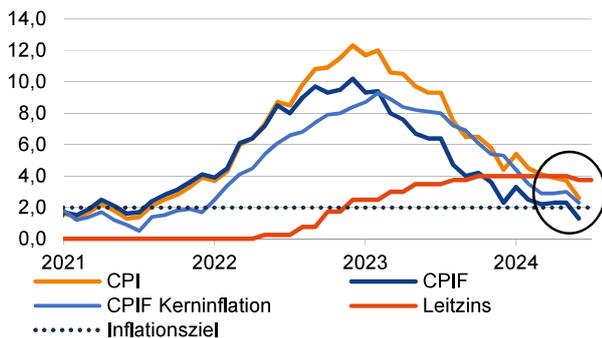
**Erste Leitzinssenkung im Mai, zwei weitere dürften in diesem Jahr noch folgen**

und einer leicht rückläufigen Beschäftigung ist die Arbeitslosigkeit allmählich auf 6,6% angestiegen. Die Riksbank hat am 8. Mai den Leitzinssenkungszyklus eingeleitet und ihren Leitzins von 4,0% auf 3,75% gesenkt. Erneute Senkungen erwarten wir in weitgehender Übereinstimmung mit Umfragen und Notierungen an den Terminmärkten im August und spätestens zum Dezembertermin.

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 36 bis 55 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 2,6% (J/J) weiter abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,10 SEK.

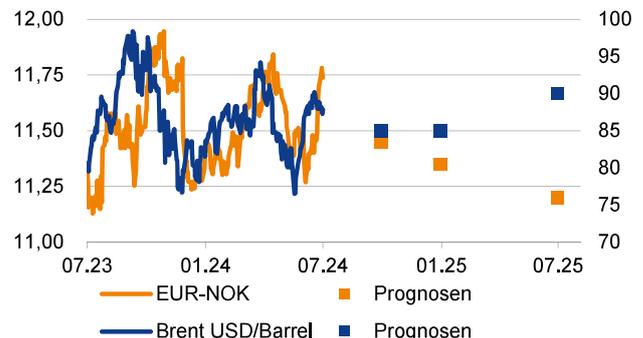
**EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,10 SEK erwartet**

**SCHWEDEN: INFLATIONSZIEL ERREICHT**  
ALLE WERTE IN PROZENT, CPI, CPIF UND INFLATIONSZIEL J/J



Quelle: LSEG, DZ BANK

**NORWEGEN: MITTELFRISTIG HÖHERE ROHÖLPREISE SOLLTEN DER KRONE ZUGUTE KOMMEN**  
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: LSEG, DZ BANK

Norwegens Wirtschaft konnte im ersten Quartal eine Schrumpfung gerade so vermeiden, aber es fehlt ihr an klaren Wachstumsimpulsen, so dass wir von einer Stagnation im zweiten Quartal ausgehen. Der straffe geldpolitische Kurs der Norges Bank schränkt die Ausgaben der Haushalte aufgrund der recht hohen Verschuldung und eines fast ausschließlich variabel verzinslichen Hypothekenmarktes ein. Die Investitionen in Wohnimmobilien sind eingebrochen und werden sich erst dann nennenswert erholen, wenn die Zinssätze sinken. Die Verbraucherausgaben dürften im Laufe dieses Jahres anziehen, da der angespannte Arbeitsmarkt und das starke Lohnwachstum dazu beitragen, die Auswirkungen der hohen Zinsen auszugleichen.

**Der straffe geldpolitische Kurs der Norges Bank bremst das Wachstum**

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 will. Der Rückgang der Gesamtinflation von 3,0% im Mai auf 2,6% im Juni lag sowohl unter der Prognose der Norges Bank von 3,1% als auch des Konsenses von 2,9%. Der VPI-ATE, das bevorzugte Maß der Zentralbank für die

**Inflation merklich gesunken**

Kerninflation (ohne Energie- und Steueränderungen), verlangsamte sich ebenfalls stärker als erwartet, von 4,1% auf ein 26-Monattief von 3,4% (alle Angaben J/J). Norwegens Inflation liegt zwar noch über dem Zielwert, die aktuellen Entwicklungen bestärken uns aber in unserer Überzeugung, dass die Norges Bank den Leitzins noch in diesem Jahr erstmals senken wird.

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 der Industriestaaten 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 111 auf 150 Basispunkte ansteigen. Beim Rohölpreis der Sorte Brent gehen wir auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um knapp 3% auf 90 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,20 NOK.

**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 11,20 NOK wahrscheinlich**

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

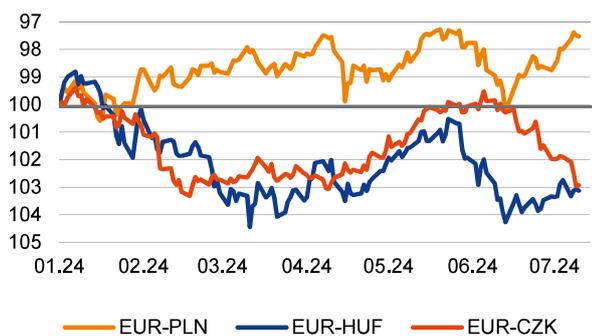
## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Wachstumswahlen für Q2 rücken in den Fokus

Die CE3-Währungen, Zloty, Forint und tschechische Krone, haben gegenüber dem Euro unterschiedliche Marschrichtungen eingeschlagen. Während sich die polnische Landeswährung weiterhin behaupten kann, ist die tschechische Krone hingegen zuletzt unter spürbarem Abgabedruck geraten. Ihr ungarisches Pendant müht sich, seine jüngsten Kursverluste zu minimieren. Was die dortigen Währungen bewegt, sind besonders nationale Themen. An erste Stelle steht hierbei nach wie vor die Geldpolitik. So kommt dem Zloty weiterhin die Aussicht auf eine anhaltend restriktive Gangart der polnischen Zentralbank zugute. Der dortige Notenbankchef brachte hierbei zuletzt eine Wiederaufnahme der Leitzinssenkungen erst für 2026 ins Spiel, eine Ansicht, die jedoch nicht von allen Währungshütern in Warschau und auch nicht von uns geteilt wird.

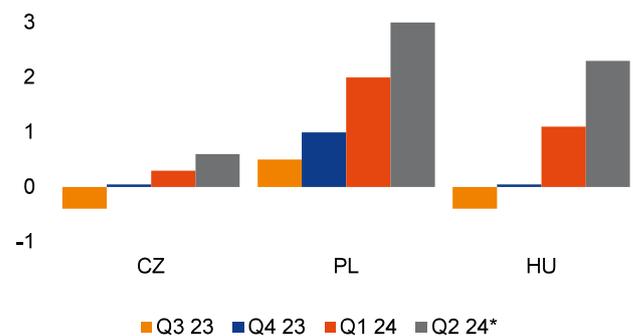
### Zloty glänzt, während tschechische Krone und Forint zu kämpfen haben

CE3-WÄHRUNGEN GEHEN DERZEIT GETRENNTE WEGE  
INDEXIERT, 02.01.2024=100, INVERSI



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

KONJUNKTURELLE ERHOLUNG DÜRFTE AN SCHWUNG GEWINNEN  
ALLE WERTE IN %, J/J, \* MARKTERWARTUNG (BLOOMBERG)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geldpolitisch unerfreulicher geht es hingegen für die tschechische Krone zu. So senkte die dortige Notenbank (CNB) den Leitzins Ende Juni um weitere 50 Bp und damit stärker als marktseitig erwartet (-25 Bp). Dies sorgte bei der Krone wenig verwunderlich für Unmut, betonte CNB-Chef Michl doch im Vorfeld dieser Entscheidung die Inflationsrisiken und machte hierbei deutlich, dass der Kampf gegen die Inflation noch nicht gewonnen ist. Dass er für die kommende CNB-Sitzung am 1. August einen umsichtigeren Lockerungskurs (-25 Bp oder unverändertes Leitzinsniveau) in Aussicht gestellt hat, half der tschechischen Krone allerdings nicht. Vielmehr befeuerten die Inflationszahlen für Juni die dortigen Leitzinssenkungsspekulationen. Die Teuerung ging in Tschechien zur Jahresmitte auf 2,0% (J/J) und damit stärker als marktseitig erwartet (2,4%, J/J) zurück. Die geldpolitisch verunsicherte Krone quittierte diese Zahlen mit einem weiteren Rückzug. Unserer Ansicht nach wäre die CNB angesichts der schwächeren Krone (Stichwort: importierte Inflation) gut beraten, bei ihrer nächsten Zinssitzung geldpolitisch äußerst umsichtig vorzugehen und ihre Entscheidung mit einer „hawkischen“ Tonspur zu begleiten.

### CNB erweist ihrer Landeswährung einen Bärendienst

Was den Forint betrifft, so muss sich dieser ebenfalls mit geldpolitischen Senkungsfantasien auseinandersetzen, ließen die Juni-Inflationszahlen doch auch in Ungarn marktseitig Zweifel an dem von der dortigen Notenbank in Aussicht gestellten umsichtigeren Lockerungskurs aufkommen. Immerhin kam die Inflation auch hier zur Jahresmitte auf 3,7% (J/J) und damit ebenfalls stärker als allgemein prognostiziert

### Geldpolitische und fiskalische Unsicherheit belasten den Forint

(3,9%, J/J) zurück. Was die nächste Leitzinsentscheidung der ungarischen Zentralbank, welche am 23. Juli auf der Agenda steht, betrifft, so sollte auch sie mit Blick auf die schwache Landeswährung geldpolitisch äußerst vorsichtig vorgehen. Wenn gleich wir hier noch von einer weiteren umsichtigen Leitzinssenkung ausgehen, welcher im August die Entscheidung eines unveränderten Leitzinsniveaus folgen sollte, so würde der angeschlagene Forint hingegen wohl bereits bei dieser Sitzung für ein geldpolitisches Innehalten plädieren. Erschwerend kommen für ihn im aktuellen Umfeld noch fiskalische Marktsorgen hinzu, gibt es doch allgemein Befürchtungen, dass die ungarische Regierung die Haushaltskrise nicht in den Griff bekommen könnte. Zwar hat sich das dortige Budgetdefizit (in% des BIP) zuletzt zurückgebildet, allerdings liegt es immer noch deutlich über den Vor-Corona-Werten. Dass die Regierung in Budapest jüngst, um Haushaltslöcher zu stopfen, erneut neue Sondersteuern für Banken angekündigt und zudem ihre Pläne zur Senkung bereits bestehender (Übergewinn-) Steuern u.a. für Banken und Energieunternehmen verworfen hat, ließ den Forint ebenfalls verunsichert zurück.

Mit Blick auf die kommenden Wochen dürfte in den CE3-Staaten nach wie vor die Geldpolitik im Fokus stehen. In Ungarn sollte zudem weiterhin die Fiskalpolitik marktseitig auf Interesse stoßen. Abwechslung von den bereits bekannten Themenfeldern dürften hierbei die ersten Veröffentlichungen der Wachstumszahlen für das zweite Quartal bieten. Diese stehen am 30. Juli sowohl in Ungarn als auch in Tschechien auf der Agenda. Die polnischen Werte folgen am 14. August. Weisen die BIP-Daten wie marktseitig erwartet auf eine auf breiter Front an Kontur gewinnende konjunkturelle Erholung hin, so dürften die CE3-Währungen dies wohlwollend zur Kenntnis nehmen und sie zumindest vorübergehend wieder im Gleichschritt marschieren lassen.

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

**Konjunkturelle Erholung dürfte an Kontur gewinnen**

### **Türkei & Südafrika: Preiszahlen bestimmen geldpolitische Richtung**

Erstmals seit Herbst 2023 ist die Inflation in der Türkei im Juni wieder zurückgegangen und dies sogar stärker als marktseitig erwartet. Der Vorsitzende des türkischen Statistikamtes (TurkStat), Cetinkaya, erklärte, dies sei auf den Aufschub von Lohnerhöhungen im öffentlichen Dienst, einen stabilen Wechselkurs und den saisonalen Trend einer langsameren Inflation im Sommer zurückzuführen. Dies ist zwar aus Sicht der dortigen Zentralbank (TCMB) ein erster Schritt in die richtige Richtung. Mit 71,6% (J/J) in der Gesamt- und 71,21% (J/J) in der Kernrate ist der Preisdruck jedoch nach wie vor viel zu hoch, wenn man bedenkt, dass das Inflationsziel der TCMB 5% (J/J) beträgt. Daher verwundert es auch kaum, dass der oberste Währungshüter, Karahan, im Nachgang der jüngsten Inflationsveröffentlichung erneut deutlich gemacht, dass die restriktive Geldpolitik beibehalten wird. Seinen Worten zufolge wartet die Zentralbank ab, bis sich die Daten und Erwartungen im Einklang mit ihrem prognostizierten Disinflationpfad entwickelt haben. Mit Blick auf die nächste Leitzinsentscheidung der TCMB, welche am 23. Juli auf der Agenda steht, wäre somit erneut alles andere als ein unverändertes Leitzinsniveau (50%), begleitet von einer weiterhin „hawkishen“ Tonspur, eine faustdicke Überraschung.

**Türkische Inflationszahlen für Juni überraschen positiv**

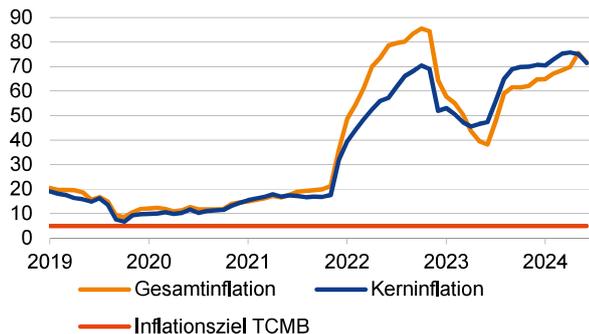
Was die türkische Lira betrifft, so sind die jüngsten Inflationsdaten bei ihr auf taube Ohren gestoßen. So dürfte auch ihr klar sein, dass eine Schwalbe noch keinen

**Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer; Lira weiter in Deckung**

Sommer macht. Daher verdienen aus Währungssicht besonders die nächsten Preiszahlen, die am 5. August für Juli veröffentlicht werden, Aufmerksamkeit. Weisen diese erneut auf einen stärker als allgemein erwartet nachlassenden Preisdruck hin, so könnte bei der Lira infolge dieser Datenveröffentlichung zumindest vorübergehend ein erstes Wohlfühlen durchklingen.

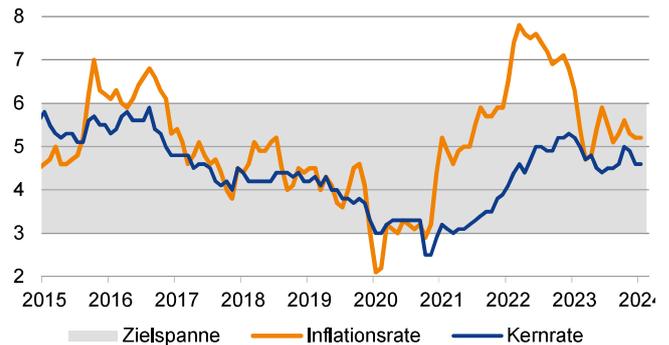
#### TÜRKEI: PREISDRUCK LÄSST IM JUNI STÄRKER ALS ERWARTET NACH

ALLE WERTE IN %, J/J



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

Nach den Wahlen Ende Mai schaffte es Präsident Ramaphosa trotz der erheblichen Verluste seines ANC schnell, die notwendige Mehrheit für seine Wiederwahl zu organisieren. Auch die Ministerriege konnte zügig zusammengesetzt werden. Diese Personalentscheidungen wurden durch den engen Zeitplan, den die Verfassung vorgibt, getrieben. Etwas zurückstehen musste dabei die Frage, wofür die „Regierung der nationalen Einheit“ politisch genau steht. Nach einer Klausurtagung verkündete der alte und neue Finanzminister Godongwana, dass sich die Regierung an die bestehenden fiskalischen Leitlinien halten wolle. Bei der ersten regulären Sitzung der Nationalversammlung hat Präsident Ramaphosa angekündigt, dass die Regierung sich auf die Wachstumsförderung und Verbesserung der Infrastruktur konzentrieren werde.

#### Neue Regierung in Südafrika mit viel Arbeit

Wie sich diese politischen Grundsätze umsetzen lassen, wird die Zukunft zeigen müssen. Einfacher ist es die künftige Geldpolitik zu beurteilen. Hier hat die South African Reserve Bank (SARB) bei ihrer jüngsten Sitzung zwar ihren Leitzins unverändert bei 8,25% belassen, aber bereits zwei Vertreter im geldpolitischen Ausschuss stimmten für eine Senkung um 25 Bp. Die Preiszahlen für den Mai hatten zuvor keine Entwarnung gebracht, blieb der Jahresanstieg doch sowohl bei der Gesamtrate (5,2% J/J) als auch bei der Kernrate (4,6% J/J), weitgehend unverändert. Bis zur nächsten Zinsentscheidung im September werden noch die Preiszahlen bis einschließlich August veröffentlicht und dürften damit entscheidend für das Votum sein. Positiv war zuletzt, dass sich bei den vierteljährlich erhobenen Inflationserwartungen das Bild aufgehellt hat und ein langsamer Rückgang der Inflationsrate vermutet wird. Noch liegen die Erwartungen aber über den angestrebten 4,5% (J/J). In ihrer Stellungnahme versuchte die SARB einen hawkischen Grundton, indem sie die Inflationsrisiken eher nach oben gerichtet sieht. Gleichzeitig hat sie jedoch ihre Inflationsprojektionen leicht nach unten revidiert und erwartet nun sowohl bei der Gesamtrate als auch der Kernrate in 2025 und 2026 einen Preisauftrieb von 4,5% (J/J) oder sogar niedriger. Bei solchen Zahlen erscheint eigentlich eine erste Zinssenkung überfällig. Diese dürfte nun aber im September erfolgen. Weitere Lockerungen sollten zwar folgen, die Geldpolitik wird aber nicht auf einen deutlich

#### Inflationserwartungen noch zu hoch

expansiven Kurs umschwenken, so dass dem Rand von dieser Seite kein Ungemach droht.

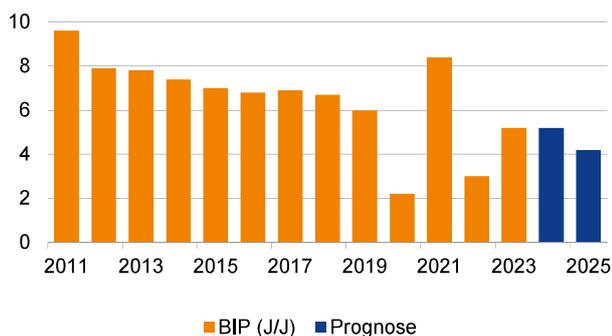
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082  
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

### China: Enttäuschendes Wachstum und jetzt auch noch neuer Handelsstreit?

Chinas Wirtschaft hat im zweiten Quartal unerwartete Schwäche gezeigt. Die BIP-Daten haben mit ihrem Plus von nur 4,7% (J/J) massiv enttäuscht, marktseitig erwartet waren 5,1% (J/J). Die Wachstumsimpulse der erfolgreichen Exportoffensive wurden dabei durch die schwache Binnennachfrage ausgebremst. Chinas Ausfuhren übertrafen ihr Vorjahresniveau preisbereinigt um fast 10%, die Industrieproduktion legte um rund 6% zu und das Industrieklima ist robust. Auf der anderen Seite lastet die Krise im Immobiliensektor immer noch schwer auf der Konjunktur. Nicht nur der Wohnungsbau steckt weiter tief in der Rezession; die Krise strahlt auch auf den privaten Konsum aus, der sich im Verlauf des Frühjahrs erneut abgeschwächt hat. Für den weiteren Ausblick stimmt versöhnlich, dass das im Mai eingeführte staatliche Wohnungskaufprogramm seine Wirkung auf den Immobilienmarkt bisher noch nicht komplett entfaltet haben dürfte. Gleichzeitig dürfte die Exportoffensive mittelfristig aber an Schubkraft verlieren. Wie stark dieser Bremseffekt ausfällt, hängt von der internationalen Zollpolitik, insbesondere den diskutierten Strafzöllen aus den USA und der EU ab.

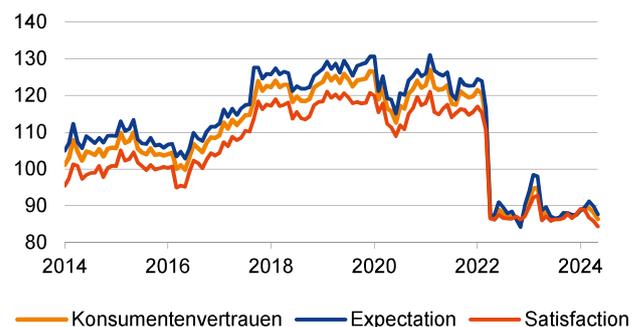
**Konjunktur bleibt gespalten:  
Schwache Binnennachfrage  
überlagert Exporterfolg**

**CHINAS WIRTSCHAFT TROTZ EXPORTOFFENSIVE MIT PROBLEMEN**  
BIP-WACHSTUM UND PROGNOSE DZ BANK, IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

**VERUNSICHERUNG DER KONSUMENTEN HARTNÄCKIG**  
INDEX KONSUMENTENVERTRAUEN



Quelle: LSEG, DZ BANK

Beim Stichwort Strafzoll sind wir schnell beim Rennen um die US-Präsidentschaft. Zu glauben, dass es nur unter Präsident Trump zu einer Verschlechterung des handelspolitischen Klimas kommen würde, wäre aber zu kurz gegriffen. Seit kurzem gibt es auch in der Biden-Administration Überlegungen, Handelsbeschränkungen auf Basis des bestehenden FDPR-Regelwerk durchzusetzen. (Die Foreign-Direct-Product-Rule ermöglicht, den Handel mit Produkten einzuschränken, die zwar weder in noch für die USA produziert wurden, jedoch auf Technologie aus den USA basieren.) Konkret werden Unternehmen aus US-Partnerländern Handelsanktionen angedroht, wenn sie weiter Geschäfte mit China machen. Details hierzu sind noch un-

**Angst vor Handelsstreit flammt wieder auf**

klar, klar ist jedoch, dass das Klima für den chinesischen Exportsektor kaum so rosig bleiben kann, wie es derzeit ist. Entsprechend herausfordernd ist das Umfeld für den Yuan, der sich aber auf die stabilisierende Wirkung der semi-offiziellen Stützungskäufe verlassen kann, die wir hier bereits wiederholt erörtert haben.

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

### **Brasilien & Mexiko: Nach schwachem Juni Erholung im Juli**

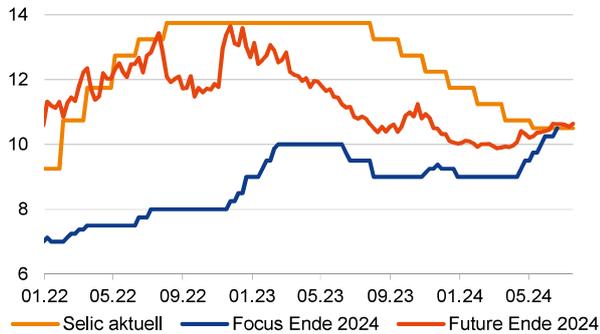
Verschiedene Medien in Brasilien berichten, dass Gabriel Galipolo, der im Direktorium der Banco Central do Brasil für Geldpolitik zuständig ist, zum Jahresende Nachfolger des scheidenden Gouverneurs Campos Neto wird. Eine offizielle Mitteilung solle im August erfolgen, so die Vermutung. Entsprechend werden nun seine Kommentare noch deutlicher verfolgt als bisher schon. Damit hätte seine weitgehende Zustimmung zur Politik von Campos Neto keine Konsequenzen für ihn gehabt. Präsident Lula hatte sich in den letzten Wochen wiederholt über die, seiner Einschätzung nach, zu hohen Leitzinsen beschwert und Campos Neto Parteilichkeit vorgeworfen. Sollte sich Lula wider Erwarten doch für einen anderen Notenbankpräsidenten entscheiden, könnte dies an den Finanzmärkten negativ aufgenommen werden und auch der Real würde dann wieder unter Druck geraten. Die Preiszahlen für den Juni bestätigten die Sorgen über ausbleibende Fortschritte auf dem Weg zum Inflationsziel (3,0% J/J), auch wenn sie etwas moderater blieben als befürchtet worden war. Die Gesamtrate stieg erneut auf nunmehr 4,2% (J/J) an und die Indikatoren für den Preistrend stagnierten insgesamt bei durchschnittlich 3,6% (J/J). Damit geben die Preiszahlen auch der Notenbank Recht, die derzeit einen eher abwartenden Kurs fährt. In der wöchentlichen Befragung der Notenbank wird inzwischen sogar bis zum Jahresende ein unveränderter Leitzins erwartet. Ganz so scharf dürfte die Geldpolitik aber nicht ausfallen, da der jüngste Anstieg der Inflationsrate vorübergehend sein sollte. Zum Jahresende sollte sich der Preisauftrieb wieder etwas gelegt haben und dann ist auch eine neuerliche Zinssenkung möglich, ohne dass diese den Real negativ beeinflusst.

Im Juli hatte sich die Währung von den deutlichen Verlusten im Vormonat wieder erholen können. Ein wichtiger Auslöser für die Erholung war die Ankündigung von Ausgabenkürzungen für den Haushalt 2025, um die fiskalischen Vorgaben zu erfüllen. Sorgen über zu hohe Defizite waren zuvor entscheidend für den Schwächeanfall des Real gewesen.

### **Noch kein Frieden zwischen Notenbank und Regierung**

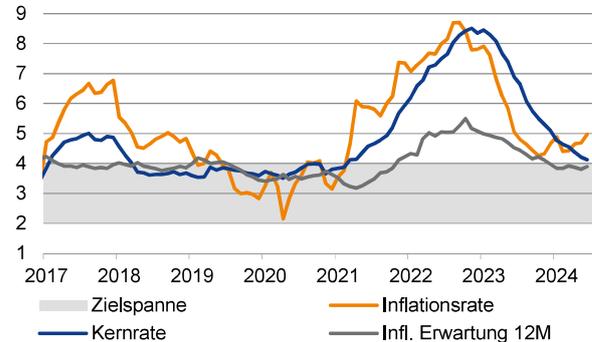
### **Fiskalpolitik treibt die Währung**

### AM MARKT WERDEN KEINE ZINSENKUNGEN IN 2024 ERWARTET LEITZINS BRASILIEN MIT ERWARTUNG AUS UMFRAGE UND FUTURE AUF TAGESGELD IN %



Quelle: Bloomberg, Banco Central do Brasil, DZ BANK

### PREISAUFTRIEB IN MEXIKO BLEIBT HARTNÄCKIG J/J IN %



Quelle: Bloomberg, Banco de México, DZ BANK

Bei der Zinsentscheidung der Banco de México im Juni hatte ein Vertreter (Omar Mejia) für eine zweite Zinssenkung um 25 Bp votiert, die übrige Führungsriege hielt aber, wie schon im Mai, einen unverändert bei 11% liegenden Leitzins für vernünftig. Die jüngsten Preiszahlen lassen diese vorsichtige Gangart auch angemessen erscheinen. Im Juni stieg die Inflationsrate auf 5,0% (J/J), den höchsten Stand seit einem Jahr. In der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel hat sich der Preisauftrieb allerdings weiter auf 4,1% (J/J) abgeflacht. Beide Größen liegen damit weiter außerhalb des Toleranzbandes für die Inflationsrate von 2% bis 4%. In den kommenden Monaten sollte die Gesamtrate allerdings wieder etwas nachlassen, wobei die Inflationsrisiken, die von dem jüngsten Schwächeanfall des Peso ausgehen, noch nicht ganz klar sind. Der Peso hatte im Juni gegenüber dem Dollar 7,4% verloren, sich in diesem Monat zwar wieder merklich erholen können, zum Vorjahr steht aber weiter eine Abwertung zu Buche, die vor allem auf die Güterpreise durchschlagen könnte. Die Notenbank sollte daher wohl auch bei ihrer nächsten Sitzung im August auf eine Zinssenkung verzichten. Die genaue Terminierung der nächsten geldpolitischen Lockerung hängt neben der Preisentwicklung auch von der US-Notenbank ab. Nach zuletzt zwei Monaten mit verbesserten Inflationsdaten in den USA hat sich die Wahrscheinlichkeit für eine frühere Zinssenkung der Fed erhöht, was der Banco de México zusätzlichen Spielraum verschaffen würde.

### Warten der Banco de México angemessen

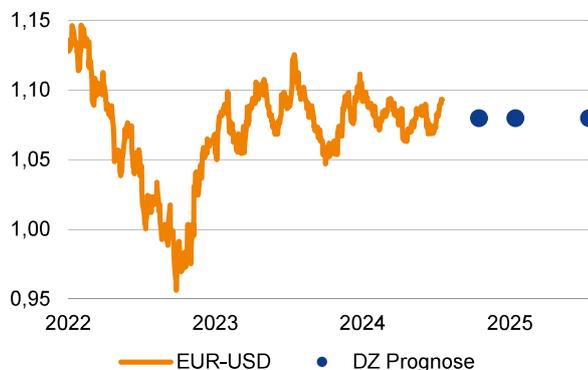
Das Attentat auf Donald Trump und die damit verbundene gestiegene Wahrscheinlichkeit einer zweiten Amtszeit Trumps und die negative Reaktion des Peso hat gezeigt, dass die mexikanische Währung weiterhin abhängig von der politischen Richtung in Washington ist.

### Trump bleibt ein Risiko für den Peso

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

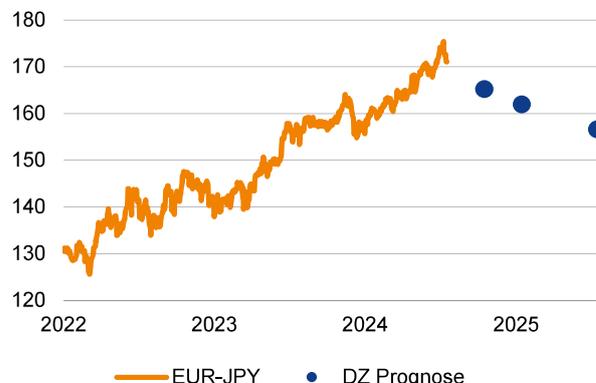
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



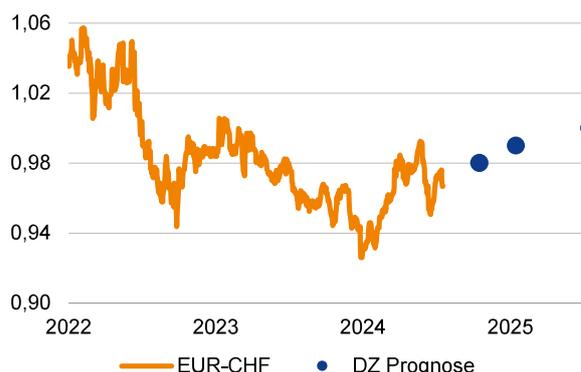
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



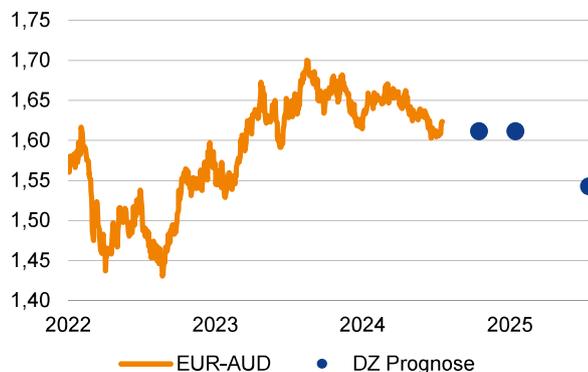
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



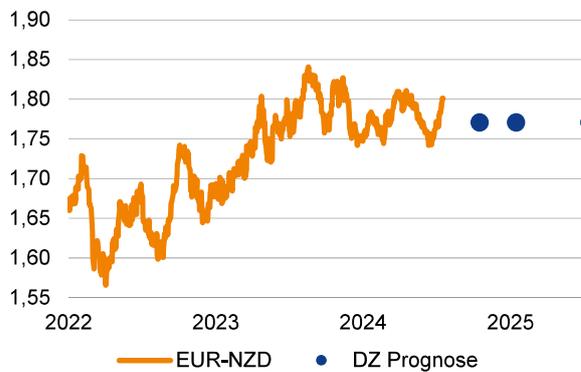
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



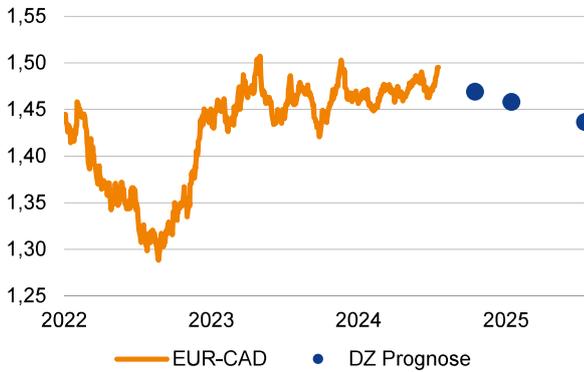
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



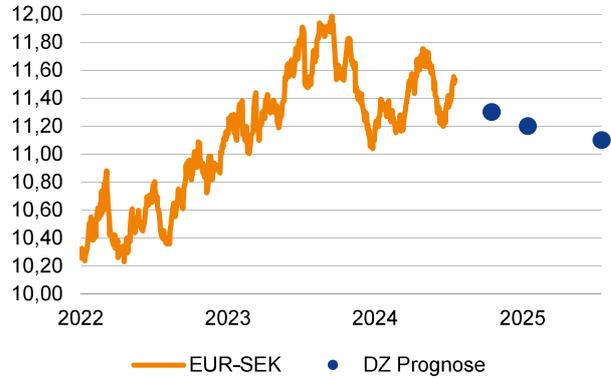
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



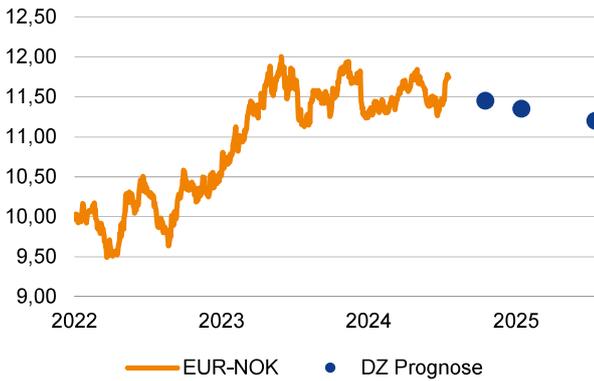
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



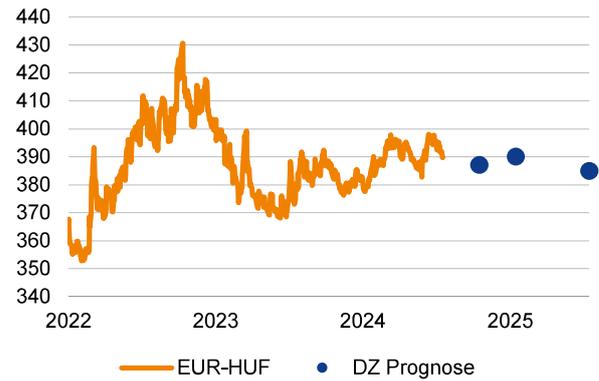
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



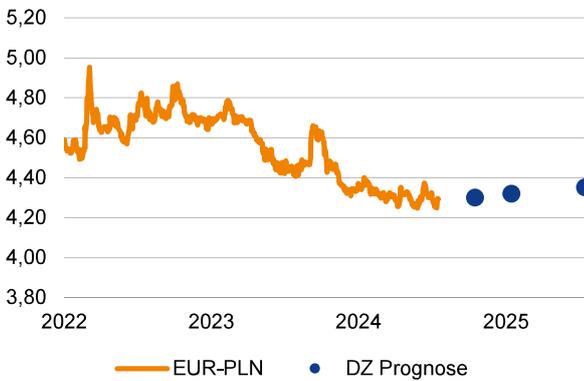
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



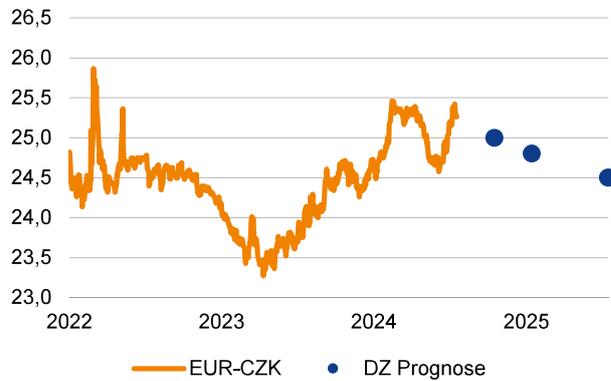
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



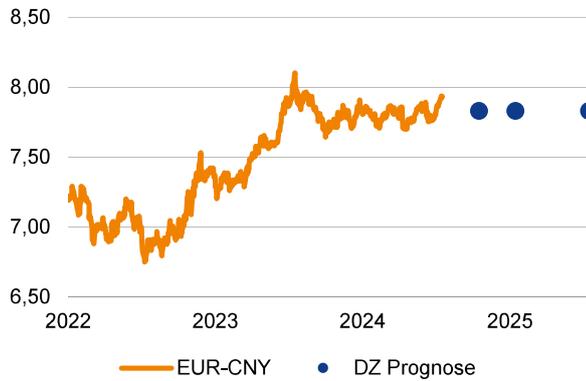
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



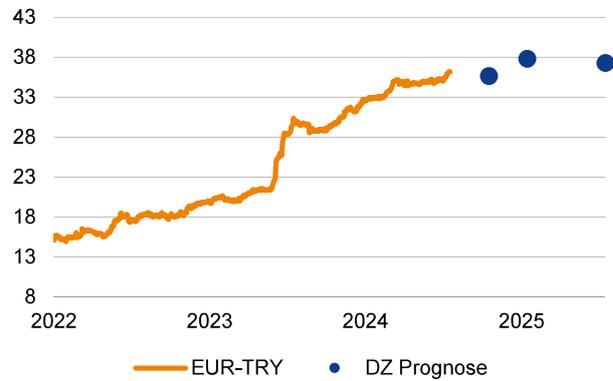
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



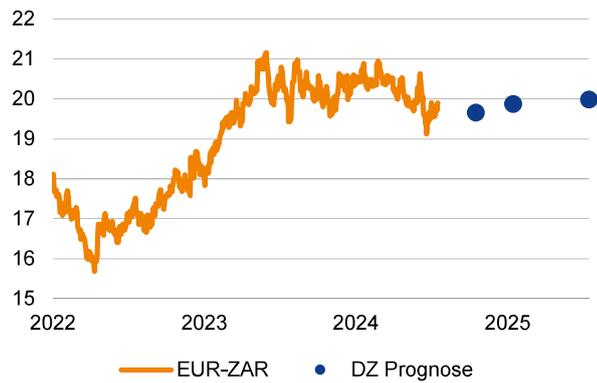
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



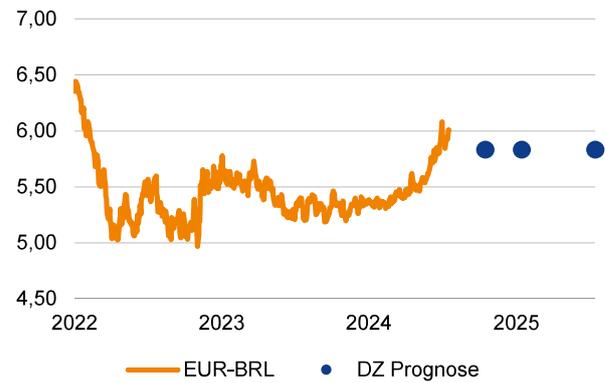
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



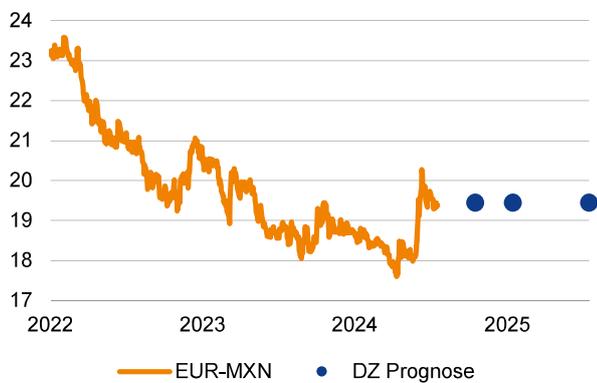
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

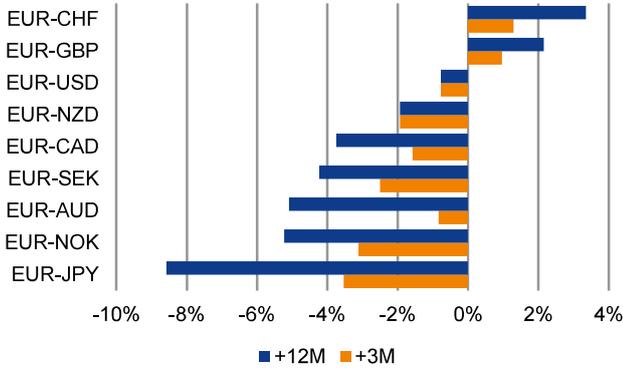
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

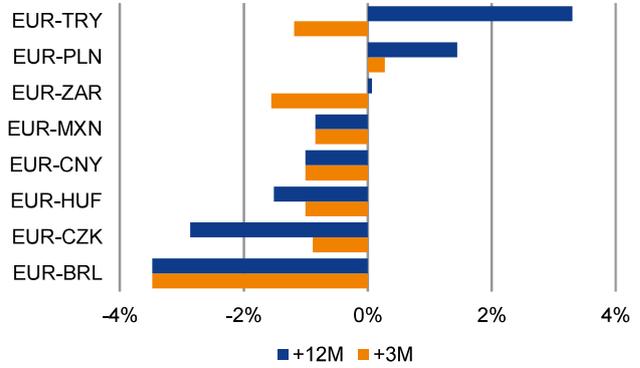
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0884	1,08	1,08	1,08
EUR/GBP	0,8419	0,85	0,85	0,86
EUR/JPY	171,30	165	162	157
EUR/CHF	0,9675	0,98	0,99	1,00
EUR/AUD	1,6256	1,61	1,61	1,54
EUR/NZD	1,8054	1,77	1,77	1,77
EUR/CAD	1,4924	1,47	1,46	1,44
EUR/NOK	11,82	11,45	11,35	11,20
EUR/SEK	11,59	11,3	11,2	11,1
EUR/PLN	4,2883	4,30	4,32	4,35
EUR/CZK	25,22	25,0	24,8	24,5
EUR/HUF	390,9	387	390	385
EUR/TRY	36,07	35,6	37,8	37,3
EUR/ZAR	19,97	19,7	19,9	20,0
EUR/CNY	7,9099	7,83	7,83	7,83
EUR/BRL	6,0420	5,83	5,83	5,83
EUR/MXN	19,61	19,4	19,4	19,4

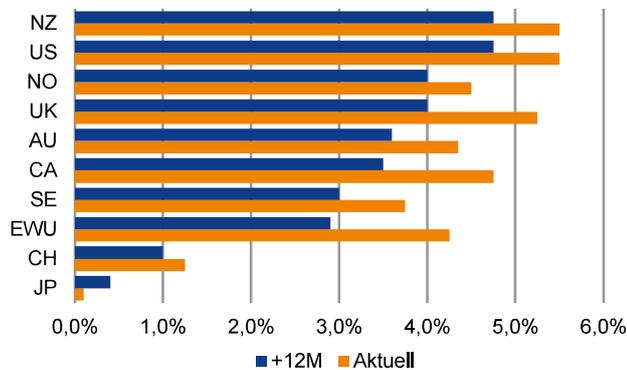
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0884	1,08	1,08	1,08
GBP/USD	1,2928	1,27	1,27	1,26
USD/JPY	157,39	153	150	145
USD/CHF	0,8889	0,91	0,92	0,93
AUD/USD	0,6695	0,67	0,67	0,70
NZD/USD	0,6029	0,61	0,61	0,61
USD/CAD	1,3711	1,36	1,35	1,33
USD/NOK	10,86	10,60	10,51	10,37
USD/SEK	10,65	10,5	10,4	10,3
USD/PLN	3,9400	3,98	4,00	4,03
USD/CZK	23,18	23,1	23,0	22,7
USD/HUF	359,2	358	361	356
USD/TRY	33,14	33,0	35,0	34,5
USD/ZAR	18,35	18,2	18,4	18,5
USD/CNY	7,2675	7,25	7,25	7,25
USD/BRL	5,5513	5,40	5,40	5,40
USD/MXN	18,01	18,0	18,0	18,0

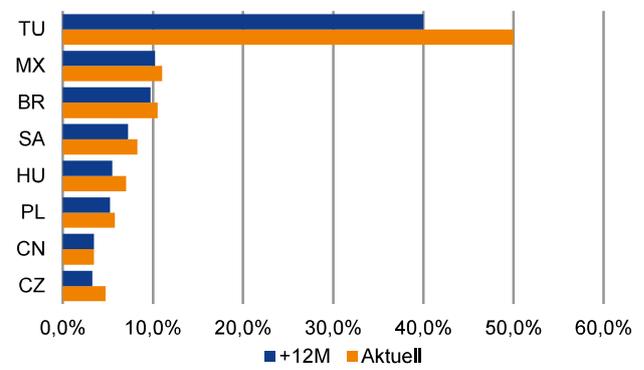
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2023	2024	2025	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
<b>Euroraum</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	0,8	1,4	0,4	0,5	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,5	2,1	2,6	2,5	2,2	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-2,9	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	2,2	2,3				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	1,8	2,9	2,9	2,1	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	3,0	2,6	3,2	3,3	2,9	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,2	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-3,4	-3,5				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	0,4	1,0	-0,7	0,0	1,1	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	2,38	1,8	2,5	2,7	2,3	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	3,6	3,6				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,8	1,2	0,3	0,6	0,9	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	2,5	2,3	3,5	2,1	2,1	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,6	-3,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-2,9	-3,3				
<b>Schweiz</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,1	1,6	0,6	1,2	1,3	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,4	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8,0	8,0	8,0				
<b>Australien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,3	2,5	1,1	1,1	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,6	3,3	2,9	3,6	3,5	3,1	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	-0,5	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,3	0,0	-1,1				
<b>Neuseeland</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	0,6	2,1	0,5	0,1	0,8	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	3,2	2,0	4,0	3,6	2,7	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,3	-1,5	-0,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-5,0	-4,2				
<b>Kanada</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,8	2,0	0,5	0,6	0,9	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	2,7	2,4	2,8	2,8	2,4	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,0	-1,6	-2,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-0,5	-0,7				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	0,8	1,8	0,3	1,1	1,3	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	8,6	3,2	1,7	4,7	3,5	2,7	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,6	-0,8	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,5	5,9	4,5				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	1,4	1,2	1,1	1,3	2,0	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,6	2,1	4,4	3,3	3,7	3,0
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
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,7	2,3	3,3
Inflation (in % gg. Vj.)	17,1	4,0	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-4,9	-4,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,3	1,0	-0,6
<b>Polen</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	2,4	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	11,4	4,1	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-5,5	-4,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,6	-0,2	-1,7
<b>Tschechien</b>			
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	1,5	0,3
<b>Türkei</b>			
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
<b>Südafrika</b>			
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
<b>China</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	5,2	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)	1,4	1,8	1,5
<b>Brasilien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	1,3	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	4,1	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-7,3	-7,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-2,1	-1,8
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	1,9	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	4,6	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-5,0	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-0,2	0,0

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

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

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

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

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

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

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

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

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

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

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

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

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

## II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

**1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

**Sonstige Research-Informationen sind unabhängige Kundeninformationen, die keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten.** Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)**  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

**3.1** **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von 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 **„Transformationstaats“** erfolgen.
- 4.3 Aktienindizes**  
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 Währungsräume**  
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind. **„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann. **„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann. **„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann. Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.
- 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten**  
**Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und **ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

#### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

#### 3. Strategie Covered Bonds

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024**

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

#### **Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH**

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

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