



# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### Kamala Harris holt in Wahlumfragen auf – doch reicht es am Ende?

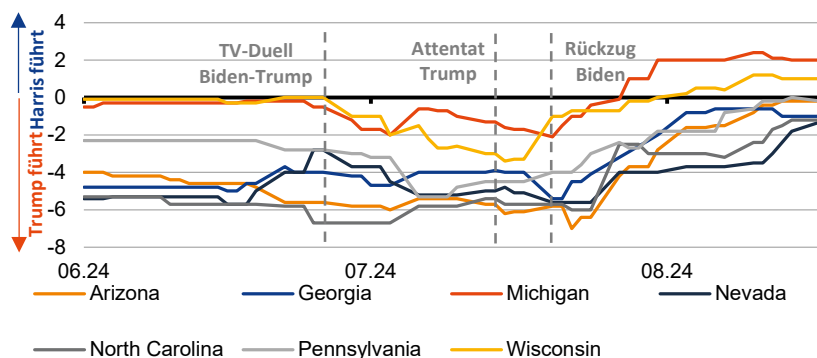
Vor ziemlich genau einem Monat schien das Rennen um die US-Präsidentschaft fast schon entschieden zu sein: Ex-Präsident Donald Trump führte in sämtlichen Wahlumfragen – vor allem in den sogenannten Swing States, in denen in der Vergangenheit sowohl die Demokraten als auch die Republikaner Mehrheiten hinter sich vereinen konnten und die letztendlich das Zünglein an der Waage für einen Wahlsieg darstellen dürften. Der Rückzug von Joe Biden und die Aufstellung von Kamala Harris als neue Kandidatin war mit vielen Fragezeichen behaftet, das Momentum scheint aktuell auf ihrer Seite zu sein – zumindest auf den ersten Blick.

Zwar hat sich die Wählergunst in einigen der Swing States zugunsten von Harris entwickelt, so führt sie inzwischen in Michigan und Wisconsin. Allerdings liegt in den übrigen „Toss-Up-States“ (bei den diesjährigen Wahlen sind dies neben den zwei erwähnten Bundesstaaten noch Arizona, Georgia, Nevada, North Carolina und Pennsylvania) Donald Trump vorne. Gemäß der in Deutschland bekannten Sonntagsfrage würde es daher (noch) nicht für Harris reichen. Sie käme auf 251 der nötigen 270 Wählerleute, während Trump 287 bekäme. Gerade die Wahl in Pennsylvania dürfte richtungsweisend werden, denn aus diesem Bundesstaat werden beachtliche 19 Wählerleute in das Electoral College entsandt.

Für Bewegung bei den Wahlumfragen könnte das erste TV-Duell zwischen Harris und Trump sorgen, das am 10. September stattfindet, schließlich leitete der katastrophale Auftritt Bidens bei der TV-Debatte zwischen ihm und Trump Ende Juni den Anfang vom Ende seiner Präsidentschaftskandidatur ein.

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

HARRIS LIEGT INZWISCHEN IN DEN WAHLUMFRAGEN IN MICHIGAN UND WISCONSIN VORNE  
UMFRAGEWERTE (DIFFERENZ IN %-PUNKTEN)



Quelle: Real Clear Polling, Bloomberg, DZ BANK

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
22.8.2024 17:02 Uhr

## INHALT

<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>2</b>
EWU: Im Fahrwasser des Dollars	2
USA: Dollar ist angeschlagen, aber nicht k.o.	2
Japan: Kettenreaktion führt zu beeindruckendem Yen-Comeback	4
Großbritannien: Die Bank of England wagt sich – bleibt aber vorsichtig	6
Schweiz: Darf es ein bisschen mehr sein - SNB vor Jumbo-Schritt?	7
Australien & Neuseeland: Geldpolitische Divergenz zwischen RBA und RBNZ	8
Kanada: Bank of Canada zeigt sich zuversichtlich	10
Skandinavien: Riksbank senkt erneut – die Norges Bank wartet weiter ab	11
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>14</b>
Osteuropa: Globale Vorgaben und weitere Inflationsentwicklung im Fokus	14
Türkei & Südafrika: SARB zeigt der TCMB wie es geht	15
China: Der Mythos von den CNY-Carry-Trades	17
Brasilien & Mexiko: Divergierende Notenbanken	18
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>20</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>23</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>24</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>25</b>
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>26</b>

Editor:  
Mario Schimmels, ANALYST

## G10 WÄHRUNGEN

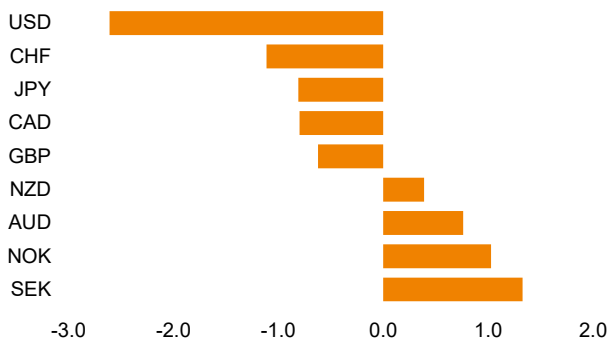
### EWU: Im Fahrwasser des Dollars

Der Euro hat in den vergangenen Wochen deutlich an Wert gewonnen, zumindest gegenüber dem angeschlagenen Dollar. Im G10-Vergleich ist seine Leistung etwas gemischter, dennoch muss man ihm zugestehen, dass er sich erstaunlich gut behaupten konnte. „Erstaunlich“ vor allem, weil die Datenlage in der Eurozone, insbesondere in Deutschland, alles andere als rosig ist. Zwar rechnen wir mit einer leichten konjunkturellen Erholung in der zweiten Jahreshälfte, diese wird jedoch sehr moderat ausfallen. Der Surprise Index für die Eurozone ist zuletzt weiter gefallen – alles in allem also kein Grund für Optimismus.

### Euro hält sich erstaunlich robust - trotz schlechter Datenlage

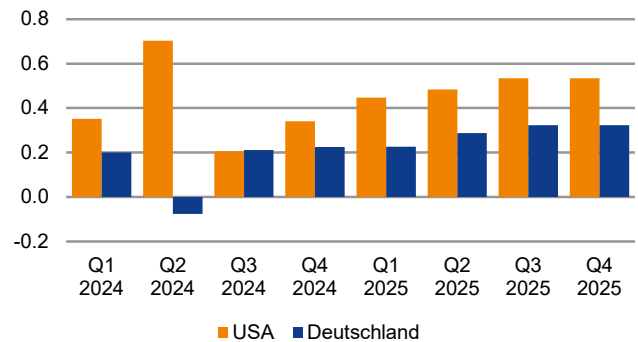
#### EURO SCHLÄGT SICH WACKER – TROTZ SCHLECHTER WIRTSCHAFTSLAGE

% VERÄNDERUNG VS. EURO SEIT 1. AUGUST 2024



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

#### WACHSTUM IN DEUTSCHLAND ENTÄUSCHT BIP-WACHSTUM INKL. PROGNOSE AB Q3 2024; IN % (Q/Q)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Vonseiten der Geldpolitik kamen zuletzt ebenfalls wenig neue (positive) Impulse für den Euro. Zwar hatte in den letzten Monaten die Sorge über ein zu hohes Lohnwachstum eine Diskussion darüber ausgelöst, ob die EZB tatsächlich in der Lage sein wird, ihren Leitzins im bislang erwarteten Tempo weiter zu senken. Die jüngsten Daten – das Lohnwachstum ist im zweiten Quartal auf 3,55% von zuvor 4,74% (je J/J) gesunken – sprechen jedoch eindeutig für einen nachlassenden Lohndruck. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB auf Kurs bleibt. Sollte sich dies aufgrund von Überraschungen an der Inflationsfront ändern, wäre selbst das nicht unbedingt positiv für den Euro: angesichts der schwachen wirtschaftlichen Lage, sind Zinssenkungen durchaus wünschenswert. Ein erzwungenes Festhalten an einem höheren Leitzinsniveau könnte somit die konjunkturellen Sorgen vertiefen und dem Euro eher schaden als nutzen.

### EZB bleibt auf Kurs - keine neuen Impulse erwartet

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

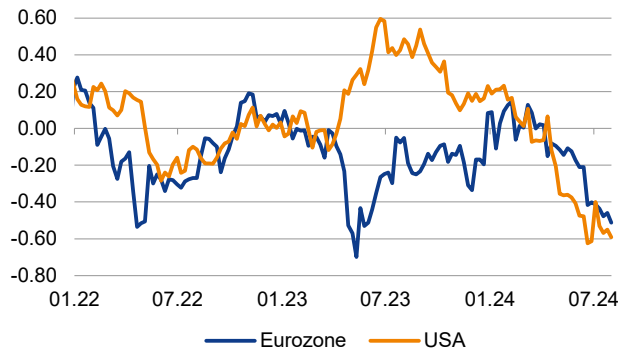
### USA: Dollar ist angeschlagen, aber nicht k.o.

In den vergangenen Wochen ist EUR-USD zum ersten Mal seit der Jahreswende der Sprung über die Marke von 1,10 USD gelungen. Die genauere Betrachtung zeigt schnell, dass es sich hierbei vor allem um eine Dollarbewegung gehandelt hat:

### USD-Bären frohlocken angesichts der jüngsten Entwicklungen

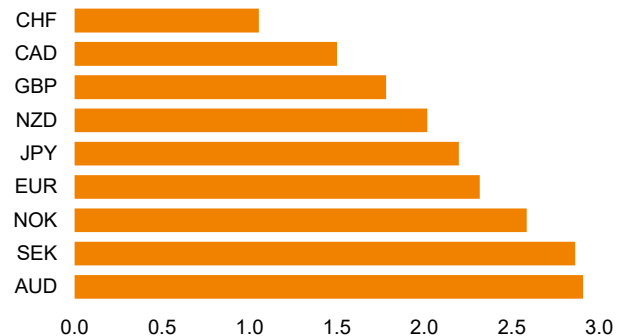
während die Gesamtperformance des Euros im August etwas gemischt war, hat der Dollar auf breiter Basis an Boden verloren. Die Dollar-Bären fühlen sich in ihren Bedenken bestätigt, was sich bereits in ersten Abwärtsrevisionen von USD-Prognosen bemerkbar macht. Doch trotz der Tatsache, dass wir nun mit früheren Leitzinssenkungen der Fed rechnen, sollte man den Dollar nicht voreilig abschreiben.

**SURPRISE INDIKATOREN TIEF IM NEGATIVEN BEREICH**  
INDEX (IN PUNKTEN)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**USD VERLIERT AUF BREITER BASIS AN WERT**  
% PERFORMANCE VS. USD (SEIT 1. AUG. IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die US-Wirtschaft befindet sich in einer Abkühlungsphase, daran besteht kein Zweifel. Die Indikatorenlage verschlechtert sich bereits seit geraumer Zeit und schon seit Anfang Mai befindet sich der US-Surprise Index im negativen Bereich. Die nachlassende Wirtschaftsdynamik kommt dennoch weder überraschend, noch ist sie unerwünscht: die restriktive Geldpolitik der Fed hatte schließlich das explizite Ziel für Entspannung am Arbeitsmarkt und eine niedrigere Inflation zu sorgen. Beides scheint nun zu gelingen. Was sich im Vergleich zu unserem letzten Prognoseupdate geändert hat, ist der Wachstumsverlauf: auf das überraschend starke zweite Quartal wird ein wesentlich schwächeres drittes Quartal folgen, bevor die Dynamik wieder etwas zunimmt. Mit einer schnellen Verbesserung der Indikatorenlage ist also zunächst nicht zu rechnen. Nichtsdestotrotz sind die derzeitigen Rezessionsorgen u.E. übertrieben. Und somit auch die derzeitigen Fed-Zinssenkungsfantasien.

**Eine Schwalbe macht keinen Sommer – und ein Arbeitsmarktbericht keine Rezession**

Selten haben wir Jahre erlebt, in denen die Zinserwartungen des Marktes so stark schwankten wie 2024. Anfang des Jahres waren die Zinssenkungserwartungen durch die Decke geschossen – bis zu 160 Bp an Zinssenkungen bis Ende des Jahres waren in der Spitze eingepreist. Im Frühjahr schrumpften sie bis auf 30 Bp, nachdem sich herauskristallisiert hatte, dass weder das Wachstum noch die Inflation rapide genug fallen würde, um der Fed den notwendigen Spielraum für schnelle und frühe Zinssenkungen zu geben. (Kurzfristig wurde im späten Frühjahr sogar mit dem Gedanken gespielt, dass die Fed die Zinsen eventuell nochmals anheben muss.) Zuletzt folgte dann das erneute Einpreisen aggressiver Senkungen, angetrieben von Rezessionsorgen und der Hoffnung auf ein schnelleres Abfallen der Inflation. Die dramatische Volatilität der Zinserwartungen wird u.a. durch die immer wieder betonte „Datenabhängigkeit“ der Fed begünstigt. Die Zeiten der klaren Forward Guidance liegen hinter uns und so hangelt sich der Markt von einer Datenveröffentlichung zur nächsten.

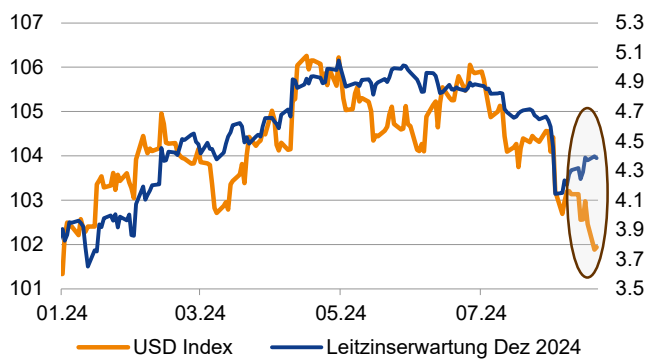
**Fed bleibt datenabhängig**

Dass die Fed die Zinsen in diesem Jahr senken wird, ist klar, ebenso dass sie nun wohl nicht bis nach der Wahl warten wollen bzw. können. Ein Zinssenkungsumfang von 100-120 Bp, wie vom Markt zuletzt eingepreist, erscheint jedoch sehr unwahrscheinlich: bei drei Sitzungen bis Ende des Jahres würde dies voraussetzen, dass die Fed mindestens einmal tiefer in die Tasche greift und die Zinsen um 50 Bp senkt. Angesichts der Tatsache, dass die Inflation nach wie vor zu hoch ist und wir nicht von einer Rezession ausgehen, sehen wir keine Notwendigkeit für ein solch aggressives Vorgehen. Wir rechnen für dieses Jahr mit drei Zinssenkungen im Umfang von insgesamt 75 Bp.

**Zinssenkungen sind nun in der Pipeline, aber die Fed hat keinen Grund zur Panik**

#### DOLLAR BEWEGT SICH IM TAKT MIT ZINSERWARTUNGEN – ZUMINDEST BISLANG

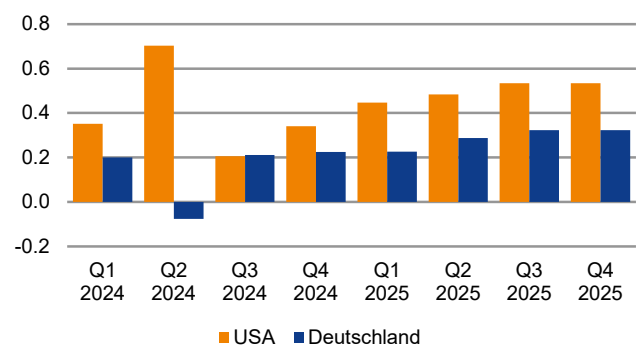
LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITES LEITZINSNIVEAU DEZ. 2024 (IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

#### US-WACHSTUM LÄSST NACH, ERHOLT SICH JEDOCH WIEDER

BIP-WACHSTUM INKL. PROGNOSE; IN % (Q/Q)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

#### Dollar reagiert empfindlich auf das Ein- und Auspreisen von Zinssenkungsspekulationen

Die Korrelation zwischen dem Dollar und den Zinserwartungen ist erwartungsgemäß hoch – bereits das ganze Jahr über war hier ein enger Gleichlauf zu beobachten. Zuletzt hat sich aber bereits eine Lücke aufgetan. Das von uns unterstellte Auspreisen aggressiverer Zinssenkungen dürfte dem Dollar in den kommenden Wochen und Monaten daher zugutekommen. Gleiches gilt für die übertriebenen Rezessionsängste, die sich ebenfalls langsam legen sollten. Was bleibt, ist die Tatsache, dass die USA insbesondere im dritten Quartal Wachstumseinbußen verbuchen wird und die Fed die Zinsen senkt. Für den Dollar sollte auf eine leichte Rallye also eine Stabilisierung folgen.

**Der Dollar orientiert sich an den Zinserwartungen...**

**... und sollte auf das erneute Auspreisen zu aggressiver Erwartungen positiv reagieren**

Wir halten daher an unserer bisherigen EUR-USD Prognose von 1,08 USD fest und bewerten den jüngsten Anstieg des Wechselkurses als übertrieben.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

#### Japan: Kettenreaktion führt zu beeindruckendem Yen-Comeback

Spätestens seit den Kurskapriolen vom August ist der japanische Yen wieder in aller Munde. Die Kombination aus (für ihre Verhältnisse) „hawkisher“ BoJ, aggressiven US-Zinssenkungsspekulationen, Glättstellung extremer Yen-Short-Positionen und Auflösung von Carry Trades hat zu einer Kettenreaktion geführt, die USD-JPY im

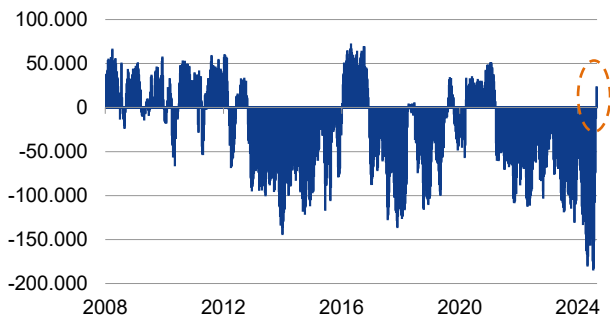
**Plötzliche Yen-Aufwertung hat mehr als nur einen Grund**

Tief hat bis 141,60 JPY einbrechen lassen. Inzwischen hat sich das Währungspaar wieder gefangen und konsolidiert zwischen 145 und 150 JPY. Einige der Gründe für das beeindruckende Yen-Comeback bleiben uns als Basis für künftige Kursgewinne erhalten, andere haben ihre Schuldigkeit dagegen getan und sind passé.

Die spekulative Yen-Short-Positionierung (CFTC), die noch Mitte Juli bei 184.223 Kontrakten (netto) lag, ist inzwischen komplett abgebaut. In der letzten Woche gab es sogar einen hauchdünnen Long-Überhang zugunsten der japanischen Valuta. Dieser Brandbeschleuniger der jüngsten Yen-Aufwertung ist aufgebraucht, daher sollte jede künftige Kursentwicklung in moderaterem Tempo ablaufen. Auch die Übertreibung, die USD-JPY im Frühsommer über 160 JPY gebracht hatte, ist korrigiert, und wir bewegen uns wieder auf fundamental angemessenen Niveaus.

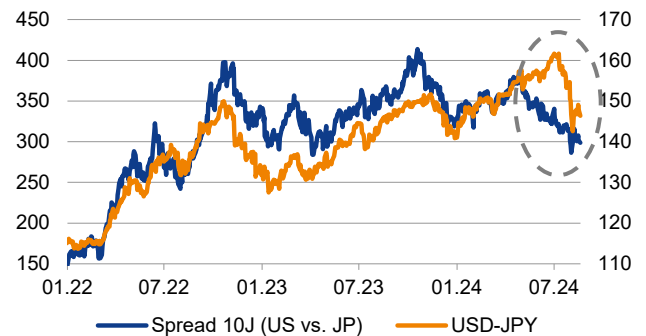
### Flurbereinigung bei Yen-Shorts abgeschlossen

**FLURBEREINIGUNG: YEN-SHORT-ÜBERHANG IST ABGEBAUT**  
SPEKULATIVE POSITIONIERUNG (NETTO), ANZAHL KONTRAKTE



Quelle: LSEG, CFTC, DZ BANK

**YEN-SCHWÄCHE WAR ZULETZT NICHT MEHR FUNDAMENTAL**  
GERECHTFERTIGT, KORREKTUR BRINGT UNS AUF FAIRES TERRAIN  
ZINSDIFFERENZ US VS. JP IN BP (L.S.) UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Was dagegen erhalten bleibt, ist die Diskussion über die geldpolitische Divergenz Japans zum Rest der Welt. Dass wir die Markterwartungen gegenüber der US-Notenbank für überzogen halten, kann nicht oft genug wiederholt werden. Ein Auspreisen dieser Senkungsspekulationen würde USD-JPY zunächst Luft nach oben schaffen, und temporär auch Notierungen oberhalb von 150 JPY in den nächsten Wochen ermöglichen. Verstärkt wird dies durch eine längere Auszeit auf Seiten der BoJ. Damit wollen wir der Notenbank nicht etwa unterstellen, ihre Juli-Entscheidungen zu bereuen. Es gibt allerdings zwei neue Entwicklungen, die zum damaligen Zeitpunkt noch nicht absehbar waren: Zum einen hat die Yen-Aufwertung das monetäre Umfeld Japans so deutlich gestraft, dass eine schnelle weitere Zinserhöhung hinfällig ist. Zum anderen beeinträchtigen innenpolitische Ereignisse die geldpolitische Entscheidungsfreiheit. Premier Kishida hat seinen Rückzug erklärt, die Nachfolgefrage muss innerhalb der Regierungspartei LDP bis Ende September geklärt werden. In der Vergangenheit wurde ein solcher Personalwechsel oft mit vorgezogenen Neuwahlen kombiniert. Ein wahrscheinlicher Termin hierfür wäre Oktober, die BoJ könnte aber mit einer zeitnahen Zinserhöhung unnötige Diskussionen über mutmaßliche politische Einflussnahme provozieren (analog zur Fed und der US-Wahl). Die Bank von Japan wäre gut beraten, sich bis Dezember Zeit für den nächsten Schritt zu lassen. Sobald die BoJ dann ihren Straffungskurs wieder aufgenommen hat und auch die Zinswende in den USA an Fahrt gewinnt, sehen wir für die japanische Valuta erneuten Aufwertungsspielraum.

### BoJ wartet mit nächster Erhöhung, Fed senkt nicht so stark wie unterstellt

## Großbritannien: Die Bank of England wagt sich – bleibt aber vorsichtig

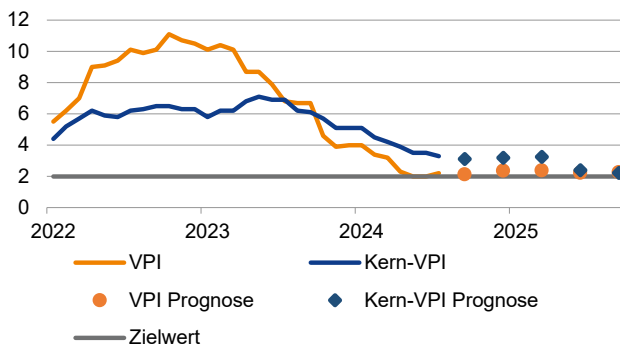
Die Entscheidung, den Leitzins um 25 Bp auf 5% zu senken, fiel mit 5:4 Stimmen bei der August-Sitzung des Geldpolitischen Ausschusses (MPC) denkbar knapp aus. Auch nach der Zinssenkung bleibt die Geldpolitik restriktiv. Gegen eine Zinssenkung um 25 Bp sprachen vor allem zwei Argumente: Die Inflation hatte zwar Mitte des Jahres die Region um die Zielmarke von 2% erreicht, dürfte aber bis weit in das Jahr 2025 leicht darüber liegen. Zweitens ist die Arbeitslosigkeit trotz der Abschwächung auf dem Arbeitsmarkt im letzten Jahr immer noch relativ niedrig und die Lohnsteigerungsrate, auf die sich der MPC fokussiert, liegt immer noch über 5% (wenngleich bei abnehmender Tendenz), was mit der Erreichung des Inflationsziels von 2% nicht wirklich vereinbar ist.

Vor diesem Hintergrund erscheint es unwahrscheinlich, dass die Bank of England (BoE) es eilig hat, die Zinsen auf ihrer Sitzung im September erneut herabzusetzen. Zudem erklärte der Gouverneur, dass die BoE die Zinssätze nicht „zu schnell oder zu stark“ senken werde. Die jüngsten Konjunkturdaten zeigen, dass die Wirtschaft im zweiten Quartal um 0,6% gewachsen ist, nach 0,7% im ersten Quartal. Dies entspricht einem Anstieg der Jahreswachstumsrate von 0,3% auf 0,9%. Wir gehen davon aus, dass der MPC mehr Anzeichen dafür sehen möchte, dass die Inflation nachhaltig unter Kontrolle ist und sich der Arbeitsmarkt weiter abkühlt, bevor er eine weitere moderate Zinssenkung in Erwägung zieht.

**Zinssenkung um 25 Bp im August war eine knappe Entscheidung**

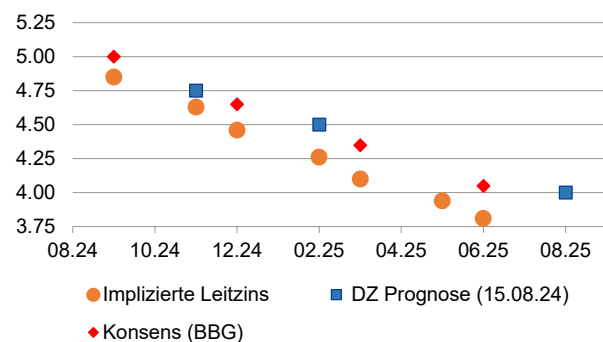
**Die BoE dürfte es nicht eilig haben, die Zinsen im September ein weiteres Mal zu senken**

**DIE INFLATIONSPROGNOSE BLEIBT AUCH FÜR DAS KOMMENDE JAHR LEICHT ÜBER DEM ZIELWERT**  
IN % (J/J); DZ BANK-PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**DER GELDMARKT ERWARTET EINE SCHNELLERE LOCKERUNG DER GELDPOLITIK ALS DIE ÖKONOMEN**  
IN %, PER 15.08.24



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Während die Ökonomen die Zinsentwicklung eher vorsichtig einschätzen, ist der Geldmarkt optimistischer und erwartet weitere Lockerungen von insgesamt 50 Bp bis zum Jahresende. Allerdings haben die impliziten Geldmarktsätze im bisherigen Jahresverlauf stark geschwankt, so dass eine Anpassung an eine weniger günstige Prognose nicht überraschen würde. Die DZ BANK erwartet eine weitere Zinssenkung um 25 Bp im November dieses Jahres.

**Allerdings hat der Geldmarkt eine Lockerung um 50 Bp noch vor Weihnachten eingepreist**

Was das britische Pfund betrifft, so fällt auf, dass die Kursgewinne, die im Vorfeld der Parlamentswahlen sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro zu verzeichnen waren, innerhalb kurzer Zeit wieder abgegeben wurden. Darüber hinaus haben sich die spekulativen Long-Positionen in GBP-USD-Futures, die wenige Wochen nach den Wahlen mit 142.000 Kontrakten ein Allzeithoch erreicht hatten, in den letzten Wochen fast halbiert. Die Stimmung der Anleger scheint sich trotz der besseren Wirtschaftslage und der politischen Stabilität nicht

**Die Aufwertung des Pfundes war nicht von Dauer**

entscheidend zugunsten des britischen Pfunds verändert zu haben. Dies deutet darauf hin, dass das Geschehen auch weiterhin von den Schwankungsbreiten dominiert wird, die bereits im Jahr 2024 zu beobachten waren.

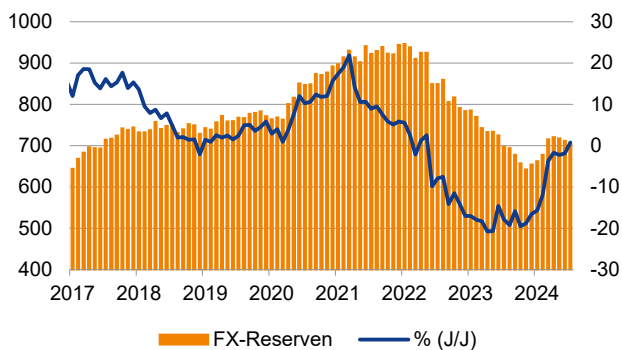
Andy Cossor, ANALYST, +49 69 7447 99764

**Schweiz: Darf es ein bisschen mehr sein - SNB vor Jumbo-Schritt?**

Die Marktturbulenzen von Anfang August haben auch dem Safe-Haven-Franken wieder neues Leben eingehaucht – zumindest vorübergehend. Die Kombination aus Börsencrash, plötzlicher Yen-Aufwertung und geopolitischer Anspannung (Iran vs. Israel) haben EUR-CHF temporär bis 0,9210 CHF einbrechen lassen. Das ist ein Rekordtief (abgesehen von dem Chaos nach der Aufgabe der Wechselkursgrenze Anfang 2015). Inzwischen hat sich die Gesamtlage beruhigt, und auch EUR-CHF notiert mit aktuell rund 0,95 CHF auf einem solideren Niveau. Was vom Kursrutsch übrig bleibt, ist die Frage, welche Rolle die SNB bei der Stabilisierung gespielt hat. Hat sie gegen die Franken-Aufwertung interveniert, um die unerwünschten Folgen einer (zu) festen Währung für die Schweizer Inflation zu verhindern? Oder war es der freie Wille des Marktes?

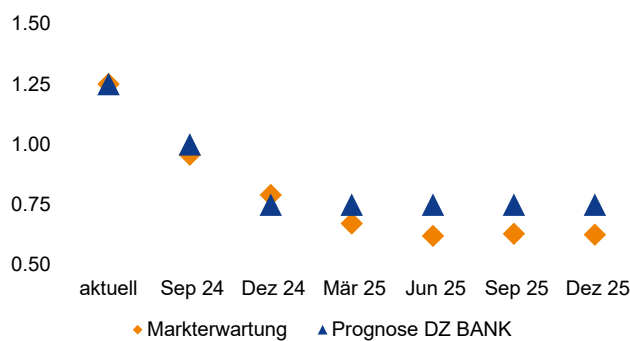
**EUR-CHF auf Rekordtief**

**DER RESERVEABBAU IST GESTOPPT**  
FX-RESERVEN DER SNB: BESTAND IN MRD. CHF (L.S.) UND VERÄNDERUNG (J/J), IN % (R.S.)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

**DIE SNB HAT NOCH SPIELRAUM FÜR LOCKERUNG**  
EINGEPREISTE SNB-LEITZINSEN UND PROGNOSEN DZ BANK, IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Die Entwicklung der Sichteinlagen (als Indiz für Interventionen) ist seit Anfang August zwar auffällig, allerdings könnte dies auch den Finanzmarkturbulenzen und einer krisenbedingt veränderten Cash-Quote geschuldet sein. Für die Auflösung werden wir also noch bis zu den nächsten SNB-Reservedaten abwarten müssen. So oder so möchten wir den Währungshütern aber energische Handlungsbereitschaft unterstellen. Sollte der Franken in naher Zukunft erneut übermäßig aufwerten (und sich nicht von allein wieder normalisieren), rechnen wir mit einem Gegensteuern der Notenbank. Eine wechselkursbedingte Straffung des monetären Umfelds stünde im Widerspruch zur Lockerung, die die SNB durch ihre Leitzinssenkungen anstrebt. Apropos Zinssenkung: Am 26. September steht die nächste geldpolitische Lagebeurteilung an, und wir rechnen fest mit einer Leitzinssenkung sowie der Option auf einen weiteren Schritt. Eigentlich sollten 25 Bp genug sein, doch durch die

**Unerwünschte Franken-Aufwertung dürfte SNB auf den Plan rufen**



Wechselkursentwicklung hat die Idee eines Jumbo-Schritts (50 Bp) an Charme gewonnen. Für SNB-Chef Jordan, dessen Amtszeit in Kürze endet, wäre dies ein Knaller zum Abschied und eine Kampfansage an die Frankenstärke. Das aktuelle Inflationsgeschehen würde auch eine nur kleine Lockerung rechtfertigen (CPI Juli: +1,3% J/J). Sollte die Notenbank Sorge haben, dass die importierte Disinflation aufgrund der Währung zu stark wird, wäre ein großer Zinsschritt ein klares Signal für EUR-CHF. Dieser Frage werden wir uns sicher auch im nächsten Devisen Monthly erneut widmen, das kurz vor der angesprochenen SNB-Sitzung ansteht.

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

### **Australien & Neuseeland: Geldpolitische Divergenz zwischen RBA und RBNZ**

Mit der für viele Analysten überraschend frühen Einleitung des Zinssenkungszyklus der neuseeländischen Notenbank (RBNZ), während die australische Zentralbank (RBA) noch über *Zinserhöhungen* diskutiert, könnte die geldpolitische Divergenz zwischen Australien und Neuseeland diese Tage wohl kaum größer sein.

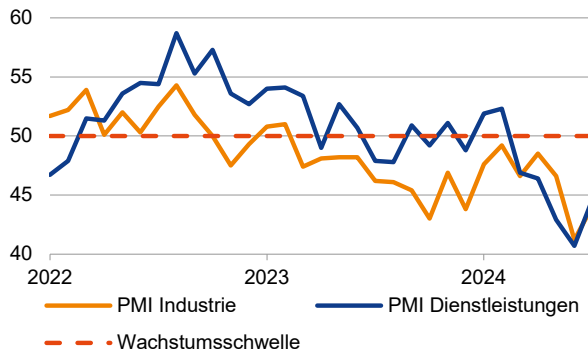
Die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) hat letzte Woche entgegen der Konsensschätzung der entsprechenden Bloomberg-Umfrage die Official Cash Rate (OCR) um 25 Basispunkte auf 5,25% gesenkt. RBNZ-Chef Orr sagte auf der anschließenden Pressekonferenz, dass das Entscheidungsgremium sogar über eine größere Zinssenkung von 50 Bp nachgedacht hat, wodurch in den Geldmarktsätzen noch aggressivere Zinssenkungsfantasien als schon bereits zuvor vorhanden eingepreist wurden. Infolgedessen geriet der neuseeländische Dollar leicht unter Abgabedruck und notierte nach der Zinsentscheidung gegenüber dem Greenback ca. 1% niedriger knapp oberhalb von 0,60 USD. Hintergrund für die Kehrtwende der RBNZ dürften vor allem die in den letzten Wochen veröffentlichten schwachen Wirtschaftsdaten aus Neuseeland gewesen sein. Zwar konnten sich die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und für die Dienstleistungen im Juli etwas erholen, im Juni lagen diese mit etwa 40 Punkten jeweils auf den niedrigsten Ständen seit der Pandemie, was auf trübe Konjunkturaussichten in Neuseeland hindeutet. Aber auch die erfreulichen Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung ließen den Spielraum für Zinssenkungen zu; die Headline-Inflationsrate lag im zweiten Quartal mit 3,3% (J/J) nur wenige Wimpernschläge entfernt vom 1-3%-Inflationszielband der RBNZ und ist damit stärker rückläufig gewesen als vom Konsens erwartet (3,4%) und von der RBNZ im Mai prognostiziert (3,6%). Gleichzeitig setzte sich die Abkühlung am Arbeitsmarkt fort, die Arbeitslosenquote stieg im vergangenen Quartal von 4,4% auf 4,6% und das Lohnwachstum sank auf 3,6% (J/J) von zuvor 3,8% (J/J).

### **Überraschende Zinssenkung der RBNZ**

### **NZD geriet aufgrund RBNZ-Diskussion über 50-Bp-Zinssenkung unter Abgabedruck**

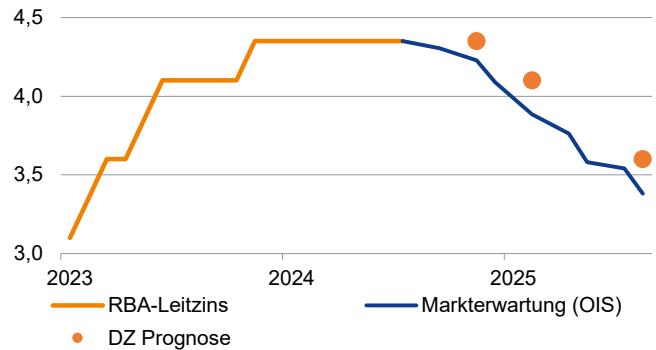


### NZ: DIE PMIS DEUTEN TROTZ DER JÜNGSTEN VERBESSERUNG AUF SCHWACHE KONJUNKTURAUSSICHTEN HIN IN INDEXPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

### AU: TROTZ DER ABSICHT DER RBA, DEN LEITZINS IN NÄCHSTER ZEIT NICHT SENKEN ZU WOLLEN, RECHNET GELDMARKT MIT SENKUNGEN MARKTERWARTUNG ABGELEITET AUS OIS-FORWARDS; JE IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Angesichts des früher als erwarteten Beginns des Zinssenkungszyklus sowie der jüngsten Eintrübung der Konjunkturaussichten gehen wir davon aus, dass die RBNZ ihren Leitzins auch bei den verbleibenden zwei Sitzungsterminen in diesem Jahr um jeweils 25 Bp senken sollte. Im kommenden Jahr dürfte sie dann ab Frühjahr etwas Fuß vom Gas nehmen (und nicht mehr bei jeder Sitzung eine Zinssenkung vornehmen), so dass der Leitzins auf Sicht von zwölf Monaten noch immer im leicht restriktiven Bereich bei 4,00% liegen sollte. Vor dem Hintergrund einer möglichen erneuten Rezession in Neuseeland sehen wir den Kiwi-Dollar gegenüber dem Greenback daher auf kurze Sicht etwas schwächer im Bereich um 0,58 USD, auch getrieben durch das Auspreisen der aus unserer Sicht aktuell zu aggressiven US-Leitzinssenkungserwartungen. Anschließend sollte der NZD dann wieder etwas Fuß fassen, wenn sich die neuseeländische Wirtschaft ab dem Schlussquartal 2024 erholt und im Vergleich zur US-Wirtschaft tendenziell schneller wächst. Auf Jahressicht erwarten wir NZD-USD bei 0,62 USD.

**Rezessionsorgen sowie Auspreisen von US-Zinssenkungserwartungen dürften NZD-USD auf 3M-Sicht niedriger tendieren lassen**

In Australien hatte die Reserve Bank of Australia (RBA) dagegen bei ihrer Zinsentscheidung in diesem Monat erneut über eine Zinserhöhung nachgedacht, entschied sich aber angesichts der Annahme des aus ihrer Sicht nach wie vor intakten disinflationären Trends letztlich dafür, den Leitzins unverändert bei 4,35% zu belassen. Zwar kam es im zweiten Quartal wie marktseitig erwartet sogar zu einem Rebound der Headline-Inflationsrate auf 3,8% von zuvor 3,6% (je J/J), allerdings war das von der RBA präferierte Inflationsmaß für die zugrundeliegende Inflation, die Trimmed-Mean Inflation, entgegen der Markterwartung leicht rückläufig. Die australischen Währungshüter begrüßten die Tatsache, dass der Rückgang der Kernteuerungsrate auf breiter Basis über sämtliche Preiskategorien hinweg stattgefunden habe.

**RBA diskutierte erneut über Zinserhöhung; disinflationärer Trend intakt**

Mit ihrer Zinsentscheidung im August hat die RBA auch ihre neuen makroökonomischen Projektionen vorgelegt: So rechnet die Notenbank mit einer etwas höheren Trimmed-Mean Inflation über den Prognosezeitraum von einem Jahr, unter anderem bedingt durch nach oben revidierte Wachstumsaussichten angesichts einer wohl größeren Diskrepanz zwischen gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot als bisher angenommen. Die RBA erwartet nun im kommenden Jahr ein BIP-Wachstum von 2,5% (vorher: 2,1%). Allerdings gibt die RBA selbst zu, dass ihre neuen Projektionen insgesamt mit großer Unsicherheit behaftet sind. Eines der größten Fragezeichen ist hierbei der private Konsum, für den u.a. der jüngste Rückgang der realen Einzelhandelsumsätze um 0,3% (Q/Q) auf eine erneut

**RBA hebt Prognosen für Trimmed-Mean Inflation sowie BIP-Wachstum an**

gedämpfte Konsumtätigkeit hindeutet. Auch die Annahme für die RBA-Projektionen eines AUD-USD-Kurses von 0,65 USD wirkt tendenziell niedrig, so rechnen wir mit Notierungen von 0,67 USD auf 3M und 6M-Sicht, was *ceteris paribus* den Preisauftrieb im Hinblick auf die importierte Inflation senkt. Die Projektion der RBA, dass die Trimmed-Mean Inflation erst Ende 2025 die obere Schranke des Inflationsziels erreicht, könnte daher aus mehreren Gründen zu pessimistisch sein. Wir halten nach wie vor an unserer Prognose einer ersten Zinssenkung im Dezember fest, auch wenn sich RBA-Gouverneurin Bullock bei der Pressekonferenz nach der August-Sitzung explizit gegen die am Geldmarkt eingepreisten Zinssenkungen gestellt hat (Geldmarktteilnehmer hatten diese auch nach der „hawkishen“ Zinsentscheidung nicht reduziert). Für den australischen Dollar erwarten wir auf Jahressicht höhere Notierungen um 0,70 USD, u.a. begründet durch weniger aggressive Zinssenkungen der RBA (im Vergleich zur US-Notenbank) sowie durch die konjunkturelle Erholung der australischen Wirtschaft im kommenden Jahr.

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

**Erste RBA-Zinssenkung im Dezember erwartet; umsichtiger Senkungszyklus stützt AUD auf 12M-Sicht**

#### **Kanada: Bank of Canada zeigt sich zuversichtlich**

Nachdem die Bank of Canada (BoC) im Juni als erste Notenbank der G7-Staaten die Zinsen herabgesetzt hatte, unternahm sie im Juli mit einer erneuten Zinssenkung um 25 Bp einen weiteren Lockerungsschritt, wodurch der Leitzins aktuell bei 4,5% liegt. Darüber hinaus verlagerte die BoC ihren Schwerpunkt von der Inflationsbekämpfung auf die Stützung des Wirtschaftswachstums. Die Prognosen der BoC für das Wirtschaftswachstum liegen nahe am Durchschnitt der letzten Jahrzehnte (1,9% J/J) und auch Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuten nicht auf eine signifikante Konjunkturabschwächung in den Wintermonaten hin.

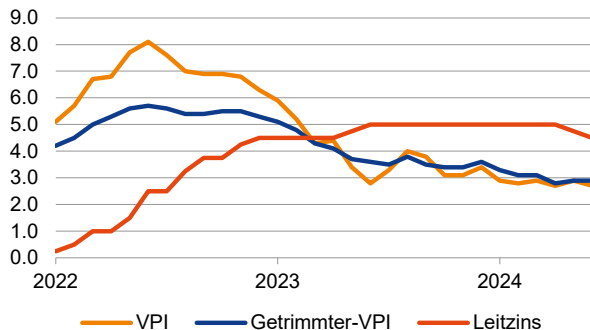
**Nach der Zinssenkung im Juni hat die Bank of Canada im Juli eine weitere Lockerung vorgenommen**

Was die Inflation anbelangt, so liegt die allgemeine Teuerungsrate mit 2,5% (J/J) im Juli immer noch unter dem oberen Rand des Zielkorridors von 1 bis 3% und auch der genau beobachtete getrimmte Mittelwert bewegt sich nunmehr seit einigen Monaten unter 3%. Die Bank of Canada ist durchaus zufrieden, dass die Inflation wieder im Zielbereich liegt, und ihre jüngsten Prognosen deuten auf einen weiteren leichten Rückgang hin, so dass die Inflationsrate Ende 2025 und 2026 zum ersten Mal seit 2021 wieder unter die 2%-Marke fallen könnte. Die Aussichten auf eine sinkende Inflation tragen dazu bei, die bereits erfolgte Lockerung der Geldpolitik zu rechtfertigen. In den kommenden Monaten ist mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen. Der nächste Schritt dürfte im Herbst erfolgen.

**Die Inflation liegt innerhalb des Zielbandes und dürfte es auch bleiben**

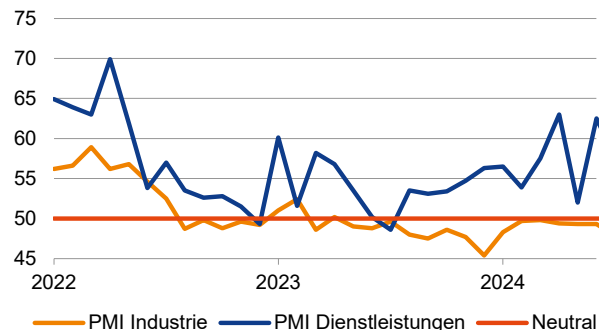
**Nächste Zinssenkung im Herbst erwartet**

### INFLATION LIEGT IMMER NOCH KNAPP UNTER DEM OBEREN ENDE DES ZIELBANDES – EIN WEITERER RÜCKGANG WIRD ERWARTET IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

### DIE EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTEN NICHT AUF EINE NENNENSWERTE ABSCHWÄCHUNG DER KONJUNKTUR HIN IN INDEXPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für den kanadischen Dollar führte der Wechsel der Bank of Canada zu einer relativ „dovishen“ Haltung in Verbindung mit anderen Faktoren wie geopolitischen Risiken – die Anleger tendenziell dazu veranlassen, in den US-Dollar zu investieren – dazu, dass der CAD gegenüber dem US-Dollar am 5. August auf ein neues Zweijahrestief von 1,3946 CAD sank. Seitdem haben die Erwartungen einer lockeren US-Geldpolitik dem Loonie jedoch wieder zu einigen Cents Auftrieb verholfen. Ähnlich verlief der Handel gegenüber dem Euro: EUR-CAD kletterte kurzzeitig auf ein neues Dreijahreshoch von 1,5236 CAD, gab dann aber rasch rund die Hälfte der Gewinne wieder ab. Da in den kommenden Monaten weitere Zinssenkungen seitens der BoC, der EZB und der Fed erwartet werden, ist das Aufwertungspotenzial des kanadischen Dollars in Richtung 1,36 (USD-CAD) und 1,47 (EUR-CAD) begrenzt.

Andy Cossor, ANALYST, +49 69 7447 99764

### Skandinavien: Riksbank senkt erneut – die Norges Bank wartet weiter ab

Der für die schwedische Notenbank relevante Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz (CPIF) ist auf Jahresbasis zwar von 1,3% im Juni auf 1,7% im Juli angestiegen, bleibt damit aber den zweiten Monat in Folge im Wohlfühlbereich der Zentralbank. Die Riksbank kann das Erreichen des Inflationsziels als geldpolitischen Erfolg verbuchen, zumal sich auch die Kerninflation im Juli im Jahresvergleich auf 2,2% abgeschwächt hat. Schweden befindet sich in einer leichten Rezession. Das BIP ist im zweiten Quartal 2024 um 0,8% (Q/Q) gesunken. Das Ergebnis war schwächer als von der Riksbank prognostiziert. Schwach entwickeln sich vor allem die zinssensitiven Teile der Wirtschaft, wie der Konsum der privaten Haushalte und die Wohnungsbauinvestitionen. Die Vertrauensindikatoren der privaten Haushalte zeigen aber einen zunehmenden Optimismus in Bezug auf ihre eigenen Finanzen und die schwedische Wirtschaft im kommenden Jahr. Die Vertrauensindikatoren für den Unternehmenssektor deuten auf ein weiterhin schwaches Wachstum im dritten Quartal hin.

### Inflation erneut unter dem Zielwert

### Die Wirtschaftstätigkeit bleibt schwach

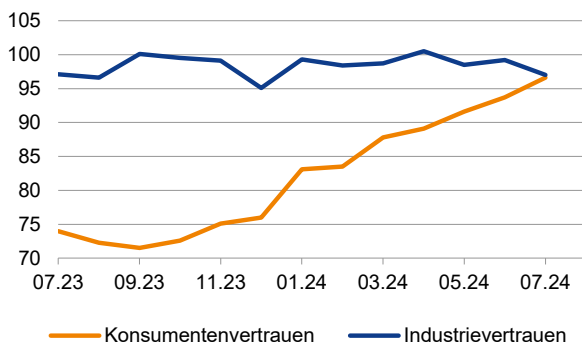
Da die jüngsten Preisdaten zeigen, dass die Inflation weitgehend unter Kontrolle ist, bleiben die Rahmenbedingungen für die Riksbank das geldpolitische Bremspedal weiter zu lockern intakt. Zumal sich auch der Arbeitsmarkt allmählich weiter abschwächt. Die Arbeitslosenquote ist mittlerweile auf 6,8% angestiegen. Die Riksbank hat im Mai den Leitzinssenkungszyklus eingeleitet und am 21. August ihren Leitzins erneut um 25 Bp auf 3,50% gesenkt. Wir erwarten im weiteren Jahresverlauf zwei weitere Leitzinssenkungen und auf Sicht von zwölf Monaten einen erneuten Zinsschritt auf eine Policy Rate von 2,75%.

**Bereits zwei Leitzinssenkungen seit Mai, zwei weitere dürften in diesem Jahr noch folgen**

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben weiterhin 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 30 bis 46 Bp 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) noch leicht abschwächen wird. Wir erwarten EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,35 SEK.

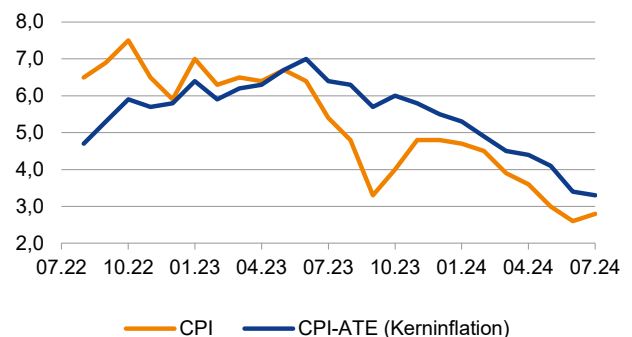
**EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei 11,35 SEK erwartet**

**SCHWEDEN: ZUNEHMENDER OPTIMISMUS DER PRIVATEN HAUSHALTE**  
IN INDEXPUNKTEN



Quelle: LSEG, DZ BANK

**NORWEGEN: INFLATION IM ABWÄRTSTREND**  
IN % (J/J)



Quelle: LSEG, DZ BANK

Das norwegische Wirtschaftswachstum bleibt schwach. Zum Vorquartal betrug das BIP im zweiten Quartal lediglich 0,1%. Etwas freundlicher gestaltet sich die Entwicklung bezieht man die Offshore-Aktivitäten mit ein, dann erhöht sich das Quartalwachstum auf 1,4%. 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. Allerdings dürften die Verbraucherausgaben im Laufe dieses Jahres anziehen, da der angespannte Arbeitsmarkt und das starke Lohnwachstum dazu beitragen, die Auswirkungen der hohen Zinsen auszugleichen. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum im Laufe des Jahres mit der Erholung der Realeinkommen beleben wird, es aber immer noch schwach ausfallen sollte, da die Norges Bank die Zinsen, entsprechend ihren Projektionen, nicht vor Ende 2024 senken will. Der Ausschuss bekräftigte bei seinem jüngsten Zinsentscheid am 15. August, dass ein straffer geldpolitischer Kurs wahrscheinlich noch einige Zeit erforderlich sein wird, um die Inflation innerhalb eines angemessenen Zeithorizonts auf das Zielniveau zu senken. Zudem sei man

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

besonders besorgt über die Entwicklung des Kronenkurses. Gouverneurin Wolden Bache äußerte sich nicht zum wahrscheinlichen Zeitpunkt einer ersten Zinssenkung. Im Jahresvergleich ist die Gesamtinflation im Juli auf 2,8% von zuvor 2,6% angestiegen. Der VPI-ATE, das bevorzugte Maß der Zentralbank für die Kerninflation (bereinigt um Steueränderungen und Energiepreise), verlangsamte sich auf ein 27-Monatstief von 3,3% (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 wird. Die Entwicklungen beim Ölpreis und Renditespread – wichtige Impulsgeber für die Krone – sprechen ebenfalls für Norwegens Währung. Der Renditevorsprung gegenüber Bundesanleihen im Durchschnitt der gängigen Laufzeiten beträgt aktuell 115 Basispunkte und sollte sich auf Jahressicht kaum verändern. Beim Rohölpreis der Sorte Brent gehen wir nach den rückläufigen Notierungen in den zurückliegenden Wochen auf Zwölf-Monatsfrist von einem Anstieg um gut 12% auf 90 USD/Barrel aus. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir auf Jahresfrist EUR-NOK bei Niveaus um 11,45 NOK.

**Inflation auf 27-Monatstief**

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

**Wir erwarten auf Zwölf-Monatsfrist wieder anziehende Rohölpreise sowie stabile Renditeaufschläge**

**Auf Jahresfrist EUR-NOK- Notierungen um 11,45 NOK wahrscheinlich**

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

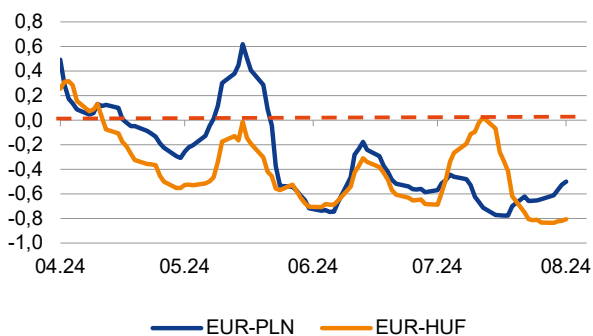
## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Globale Vorgaben und weitere Inflationsentwicklung im Fokus

Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen sind auch an den CE3-Währungen nicht spurlos vorübergegangen. Vielmehr gaben sie Anfang des Monats gegenüber dem Euro zeitweise nach. Nachhaltig verunsichern ließen sich Zloty und Co. jedoch nicht. Allerdings haben sich ihre kurzfristigen Aussichten unserer Einschätzung zufolge eingetrübt. Ein Aspekt, den es in diesem Zusammenhang zu beachten gilt, ist das verhaltenere Risikosentiment des Marktes. Hierbei sind in erster Linie die geopolitischen Risiken zu nennen, welche angesichts der Sorge vor einer weiteren Eskalation des Nahostkonflikts weiterhin präsent sind. Zudem ist im Umfeld der US-Präsidentenwahlen Anfang November eine erhöhte Nervosität des Marktes nicht ausgeschlossen, zumal das Sentiment ohnehin schon angeschlagen ist. Hinzu kommen die US-Leitzinssenkungserwartungen des Marktes, die unserer Ansicht nach bis Ende des Jahres immer noch zu weit gelaufen sind und somit noch weiter korrigieren sollten. Die Erwartung, dass die Fed die Leitzinsen in den kommenden Monaten nicht so stark senken dürfte, wie aktuell immer noch eingepreist, sollte dem Greenback zu moderaten Kursgewinnen verhelfen und die risikosensitiveren Währungen wie Forint und Zloty zurückhaltender agieren lassen. Dass sich die tschechische Krone in dem immer noch eingetrübten und fragilen Risikoumfeld besser schlagen sollte, ist der dortigen Notenbank geschuldet. Diese hat stets ein Auge auf die Währungsentwicklung und dürfte im Falle einer raschen und nachhaltigen Abwertung der Krone nicht nur ihren Leitzinssenkungszyklus pausieren, sondern ihrer Landeswährung bei Bedarf auch mit Verbalinterventionen unter die Arme greifen.

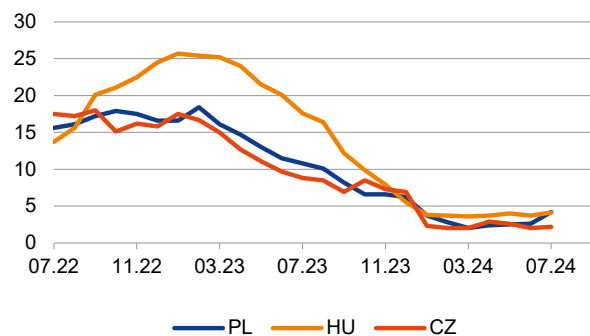
### Kurzfristige Aussichten besonders für HUF und PLN eingetrübt

**FORINT UND ZLOTY DERZEIT BESONDERS EMPFÄNGLICH FÜR DIE GLOBALEN RISIKOVORGABEN DES MARKTES**  
ROLL, 4-WO-KORRELATION ZW. RISK ON-RISK OFF-INDEX UND EUR-PLN BZW. EUR-HUF



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**INFLATION IST ZULETZT IN ALLEN CE3-STAATEN WIEDER GESTIEGEN; AUSMAß DES PREISANSTIEGS VARIERT JEDOCH NATIONALE GESAMTRATEN INFLATION, IN % (J/J)**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die kommenden Wochen betrifft, so sollten neben den globalen (Risiko-) Vorgaben vor allem die nationale Inflationsentwicklung und damit verbunden die weitere geldpolitische Gangart der CE3-Zentralbanken im Mittelpunkt des Interesses stehen. Die nächsten Leitzinsentscheidungen stehen in Ungarn (27. August) sowie Polen (4. September) auf der Agenda. Mit Blick auf das geldpolitische Votum der Währungshüter in Budapest halten wir ein unverändertes Leitzinsniveau von 6,75% für angemessen. Anlass zu dieser Einschätzung geben uns zum einen der überaus schwache Forint sowie der im Juli etwas stärker als marktseitig erwartet zugenommene Preisdruck. Ein längeres geldpolitisches Innehalten erscheint

### Unveränderte Leitzinsniveaus erwartet

hingegen wenig wahrscheinlich, hält der Vize-Vorsitzende der ungarischen Notenbank, Virag, doch für dieses Jahr noch ein bis zwei Leitzinssenkungen für realistisch. Wesentlich mehr geldpolitisches Sitzfleisch dürften hingegen weiterhin ihre Amtskollegen aus Warschau beweisen, welche mit Verweis auf die Inflationsrisiken den Leitzins den elften Monat unverändert bei 5,75% belassen sollten.

Dass die nationalen Notenbanken gut beraten sind, im aktuellen Umfeld geldpolitisch umsichtig zu agieren, zeigt auch der Blick auf die Inflationsentwicklung in den CE3-Staaten. So hat der Preisdruck hier durchweg wieder zugenommen, wobei die Höhe der nationalen Teuerung zum Teil merklich variiert. Positiv ist hierbei Tschechien hervorzuheben: Hier ist die Inflation im Juli lediglich leicht auf 2,2% (J/J) gestiegen, womit sie sich nur etwas über dem entsprechenden Ziel der Notenbank (2,0%, J/J) und immer noch in deren Inflationszielband von 1-3% (J/J) bewegt. Größere geldpolitische Sorgen sollten hingegen die nationalen Preisentwicklungen in Polen und Ungarn bereiten. In beiden Ländern ist die Gesamtrate zuletzt wieder auf etwas über 4% (J/J) gestiegen, womit sowohl die Inflationsziele der dortigen Notenbanken (Ungarn: 3%, Polen: 2,5%, jeweils J/J) als auch deren Inflationszielkorridore (Ungarn: 2-4%, Polen: 1,5-3,5%, jeweils J/J) erneut verfehlt werden.

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

**Preisdruck hat zuletzt auf breiter Front erneut zugenommen**

### **Türkei & Südafrika: SARB zeigt der TCMB wie es geht**

Die türkische Lira ist jüngst unter dem Eindruck des eingetrübten Risikosentiments des Marktes sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar auf neue Rekordtiefs gefallen. Wengleich die globalen Vorgaben weiterhin einen Einfluss auf die türkische Landeswährung haben sollten, so dürften zugleich in der nächsten Zeit auch wieder nationale Impulse an Bedeutung gewinnen. Zu nennen sind hierbei zum einen die Wachstumswahlen für das zweite Quartal sowie die Inflationszahlen für August, die beide Anfang September veröffentlicht werden.

**Nationale Veröffentlichungen dürften wieder verstärkt in den Fokus rücken**

Wengleich der Preisdruck im Juli erneut nachgelassen hat und sich im August weiter auf dem Rückzug befinden sollte, so bedeutet eine Teuerung von aktuell 61,7% (J/J) in der Gesamt- und 60,2% (J/J) in der Kernrate weiterhin noch keine geldpolitische Entwarnung an der Inflationsfront, liegt das Inflationsziel der Zentralbank der Türkei (TCMB) doch bei 5% (J/J). Dies machte auch der Notenbankchef, Karahan, im Rahmen der Vorstellung des jüngsten Inflationsberichts deutlich. Hier hob er erneut hervor, dass die Zentralbank ihre restriktive geldpolitische Haltung solange beibehalten wird, bis eine deutliche und dauerhafte Verlangsamung des Preisauftriebs zu beobachten ist. Wengleich der Disinflationprozess nun begonnen hat, so scheint die TCMB jedoch noch Bedenken zu haben, dass dieser nachhaltig ist. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unsere Einschätzung, wonach die TCMB den Leitzins mindestens bis Ende des Jahres unverändert bei 50% belassen sollte.

**Weiterhin unverändertes Leitzinsniveau erwartet**

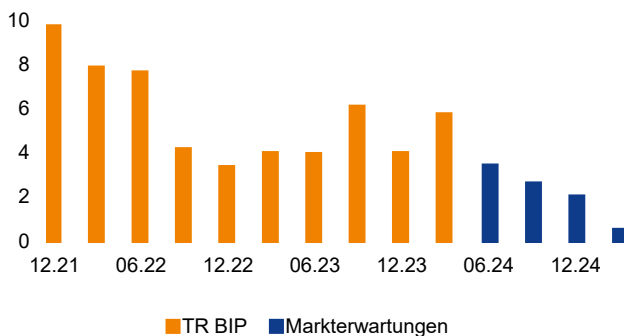
Was den zweiten Themenblock, das türkische Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal, betrifft, so wird marktseitig mit einer merklichen konjunkturellen Abkühlung gerechnet und hierbei nur noch von einem BIP-Plus in Höhe von 3,4% (J/J) nach 5,7% (J/J) im ersten Quartal ausgegangen. In den kommenden Quartalen sollte die

**Konjunkturelle Dynamik sollte in Q2 merklich nachgelassen haben**



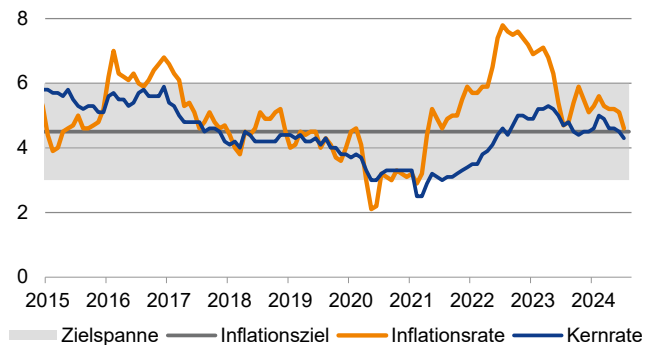
wirtschaftliche Dynamik nach Einschätzung des Marktes weiter nachlassen. Hinterlässt die straffe Geldpolitik zunehmend ihre Spuren in der türkischen Wirtschaft, darf man gespannt sein, ob der Unmut über die anhaltend hohen Leitzinsen von politischer Seite aus zunehmen wird, setzte Staatspräsident Erdogan doch bislang stets auf eine starke Wirtschaft. Für die TCMB könnten die nächsten Monate somit zum ultimativen Test ihrer politischen Unabhängigkeit werden.

**TÜRKEI: SPÜRBARE KONJUNKTURELLE ABKÜHLUNG AB DEM ZWEITEN QUARTAL ERWARTET**  
QUARTALSWERTE BIP TÜRKEI, IN% (J/J); MARKTERWARTUNGEN = BLOOMBERGUMFRAGE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**INFLATIONSZIEL IN SÜDAFRIKA WEITGEHEND ERREICHT**  
IN % (J/J); KERNRATE: OHNE ENERGIE, NAHRUNGSMITTEL



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Die südafrikanischen Inflationszahlen fielen für den Juli noch etwas besser aus als erwartet worden war. Die Gesamtrate gab auf 4,6% (alles J/J) von zuvor 5,1% nach und auch die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel bröckelte auf nunmehr 4,3% ab. Damit ist die von Notenbankgouverneur Kganyago angestrebte Marke von 4,5% weitgehend erreicht. Die South African Reserve Bank (SARB) hatte sich in diesem Jahr trotz der sich abzeichnenden Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung beharrlich geweigert ihren Leitzins von derzeit 8,25% schon früher zu senken. Mit den neuen Preiszahlen dürften ihr aber langsam die Argumente ausgehen. Einzig die noch oberhalb der Zielgröße liegenden Inflationserwartungen könnten die SARB noch von einer Lockerung abhalten. Die neuen Ergebnisse der vierteljährlichen Erhebung hierzu werden Anfang September veröffentlicht und dürften letzte Zweifel an einer baldigen Zinssenkung beseitigen, da auch die dort Befragten den aktuell positiven Inflationstrend zur Kenntnis nehmen sollten. Einer ersten Lockerung im September dürfte in diesem Jahr noch ein weiterer Schritt folgen. Die Notenbank hat sich in den letzten Jahren den Ruf einer konsequenten Stabilitätsorientierung erworben. Diesen dürfte sie im kommenden Jahr mit zu scharfen Senkungen nicht gefährden wollen. Zudem kann der Eindruck aufkommen, dass Gouverneur Kganyago insgeheim eine noch etwas niedrigere Inflationsrate anstrebt. Zumindest forderte er die Politik immer wieder auf, das Inflationsziel zu senken, um es in Einklang mit den Zielen in vielen anderen Emerging Markets zu bringen. Dies würde ein auch noch länger leicht restriktives Zinsniveau nahelegen.

**SARB wird sich nicht mehr gegen eine Zinssenkung wehren können**

Die Finanzmärkte honorierten in den letzten Monaten nicht nur die Geldpolitik mit einem merklichen Renditerückgang, hinzu kam die Hoffnung auf eine erfolgreiche Politik des neuen Regierungsbündnisses. Schnelle Erfolge sind hier zwar nicht zu erwarten, aber auch noch unter der alten Regierung hat sich die zum Jahresanfang besorgniserregende Richtung bei den Staatsfinanzen gedreht und die Stabilität der Stromversorgung verbessert. Der Rekordlauf beim Goldpreis hat ebenfalls zur erfreulichen Entwicklung beim Rand beigetragen, der gegenüber dem Dollar so stark

**Starke Monate am südafrikanischen Finanzmarkt**

wie seit etwas mehr als einem Jahr nicht mehr notiert. Die genannten Faktoren verdeutlichen aber auch die Risiken für den Rand. Beim Goldpreis ist nicht mit einer fortgesetzten Rallye zu rechnen und ob sich die Regierung die Vorschusslorbeeren tatsächlich verdienen kann, ist zumindest mit Fragezeichen zu versehen.

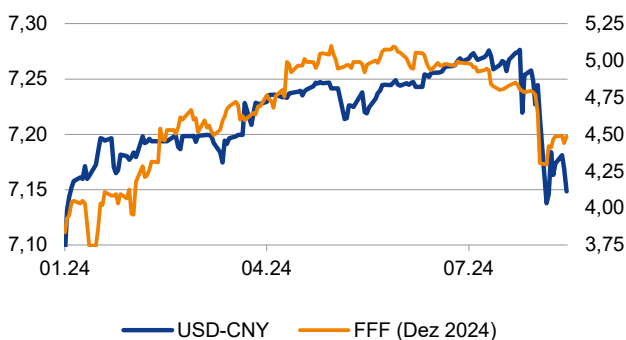
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082  
 Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

**China: Der Mythos von den CNY-Carry-Trades**

Seit den globalen Marktturbulenzen von Anfang August dreht sich alles um „Carry Trades“. Dabei geht es (aus gutem Grund) meist um japanische Yen. Gelegentlich ist aber auch von Carry Trades auf Yuan-Basis (oder vielmehr deren Auflösung) die Rede. Diese These stützt sich zum einen auf der plötzlichen Yuan-Aufwertung, die bei USD-CNY im kritischen Zeitraum zu beobachten war, und zum anderen auf den niedrigen Zinsen in China, die angeblich als günstige Finanzierung genutzt wurden. Die Existenz massiver Carry Trades im herkömmlichen Sinn möchten wir aus folgenden Gründen anzweifeln: Die US-Zinsen liegen erst seit Mitte 2022 über ihren chinesischen Pendanten; einen Finanzierungsvorteil in China gäbe es also erst seit vergleichsweise kurzer Zeit. Dazu kommt, dass der Yuan-Markt eng und illiquide ist, was zum berüchtigten Flaschenhalseffekt während einer Krise führt (=alle Investoren wollen schnell aus einem engen Markt flüchten, bekommen aber entweder keine oder nur utopische Kurse gestellt). Ein zusätzliches Risiko ist, dass Peking in besonders turbulenten Phasen Kapitalverkehrskontrollen für den Onshore-CNY einführen und damit die Glatstellung der Positionen behindern könnte, was dann auch auf den Offshore-CNH ausstrahlen würde. Insgesamt also alles andere als ein perfektes Umfeld für Carry Trades.

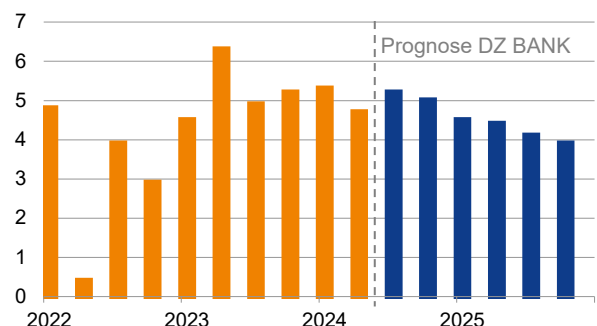
**Carry Trades in einem Markt mit eingeschränkter Konvertibilität sind riskant**

**US-ZINSPOLITIK SPIELT AUCH FÜR YUAN SCHLÜSSELROLLE**  
 USD-CNY (L.S.) UND EINGEPREISTE US-LEITZINSERWARTUNG (FED FUNDS FUTURE) FÜR DEZ 2024 IN % (R.S.)



Quelle: LSEG, DZ BANK

**KONJUNKTURAUSBLICK MIT WOLKEN**  
 BIP-WACHSTUM IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Natürlich gibt es viele Investoren, die sich die Zinsdivergenz zu ihren Gunsten gesichert haben – wir denken hier insbesondere an chinesische Exporteure, die ihre USD-Einnahmen nicht in Yuan getauscht, sondern im Ausland geparkt haben, um so vom höheren US-Zinsniveau zu profitieren. Mit dem traditionellen Verständnis von

**US-Notenbank hält auch das Schicksal des Yuan in den Händen**

Carry Trades hat das aber nichts zu tun. Dass USD-CNY im Zuge der August-Turbulenzen bis 7,11 CNY und USD-CNH sogar bis 7,08 CNH nachgegeben hatte, hat für uns nichts mit der Auflösung vermeintlicher Carry Trades zu tun, sondern ist eine ganz simple Reaktion auf das veränderte US-Zinsumfeld. Der Markt preist inzwischen zum Dezember US-Zinssenkungen um knapp 100 Bp ein, vorübergehend waren es bis zu 120 Bp. Um daraus eine USD-Abwertung abzuleiten, bedarf es keiner komplexen Carry-Trade-Konstrukte. Wie bereits auf den vorigen Seiten erläutert, halten wir die US-Zinssenkungserwartungen für überzogen, ein Auspreisen würde auch in USD-CNY für eine Erholung sprechen. Dass Chinas Währung aus eigener Kraft auf die Beine kommt, bleibt auch weiterhin fraglich. Die Immobilienkrise ist trotz staatlicher Unterstützung noch nicht überwunden, die Konsumenten sind nachhaltig verunsichert und die Notenbank lockert das Umfeld über alle erdenklichen Kanäle. Lediglich das Damokles-Schwert eines Zollstreits mit den USA schwebt nicht mehr ganz so nah über dem Kopf der chinesischen Wirtschaft, seit das Rennen um die US-Präsidentschaft wieder offen ist.

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

## **Brasilien & Mexiko: Divergierende Notenbanken**

Die Wirtschaftsdaten aus Brasilien fielen für den Juni überraschend stark aus und dürften auch die Wachstumszahlen für das gesamte zweite Quartal, die Anfang September veröffentlicht werden, nach oben getrieben haben. Zudem geht damit ein dynamischer Einstieg in das dritte Quartal einher. Der deutliche Anstieg der Einkaufsmanagerindizes sowohl für das Verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor signalisiert ebenfalls eine positive Richtung. Hinzu kommt eine auf den tiefsten Stand seit Anfang 2015 gesunkene Arbeitslosenquote. Allerdings ist in Brasilien nicht alles eitel Sonnenschein. Ein guter Teil des Wachstums wurde durch höhere Staatsausgaben generiert und in der Folge rutschte der Haushalt noch deutlicher in die roten Zahlen. Zudem setzte sich die Entspannung bei den Inflationsraten nicht mehr fort. Die Inflationsrate insgesamt erreichte im Juli mit 4,5% (J/J) die Obergrenze des Toleranzbandes der Notenbank und auch der Abwärtstrend bei der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel drehte mit einem leichten Anstieg auf 3,8% (J/J). Dies trieb die Banco Central do Brasil zu einer deutlich verschärfen Wortwahl. Nach der jüngsten Sitzung des geldpolitischen Ausschusses, bei der der Leitzins wie schon seit März unverändert blieb, zeigte sich die Notenbank bereit gegebenenfalls den Leitzins anzuheben. Noch vermuten wir aber, dass eine erneute geldpolitische Straffung nicht notwendig ist. Vieles wird dabei von den Preiszahlen für den August abhängen, die eine Woche vor der nächsten Zinsentscheidung Mitte September veröffentlicht werden. Zuversichtlich stimmt uns, dass die Inflationserwartungen zumindest für 2025 zuletzt wieder leicht abbröckelten, nachdem der vorherige Anstieg von der Notenbank als besonders problematisch hervorgehoben wurde.

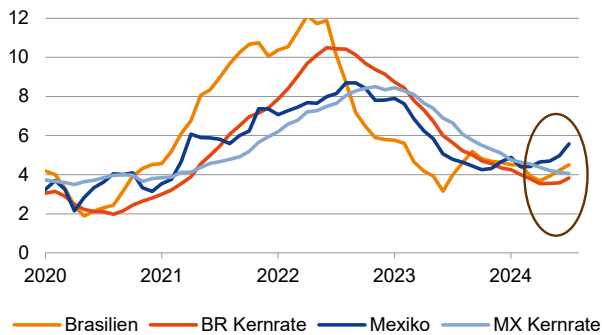
## **Notenbank wetzt die Messer**

Die guten Wirtschaftszahlen scheinen auch Präsident Lula etwas mit den Notenbankern versöhnt zu haben. Nachdem er sich zuvor immer wieder über ein zu hohes Zinsniveau beschwert hatte, sagte er zuletzt, dass auch sein Kandidat für den anstehenden Wechsel an der Notenbankspitze gegebenenfalls eine Zinserhöhung unterstützen würde. Direktoriumsmitglied Galipolo gilt hier als Favorit. Der Real zeigte sich sehr erfreut über die schärfere geldpolitische Wortwahl. Auch das

## **Geldpolitik treibt die Währung**

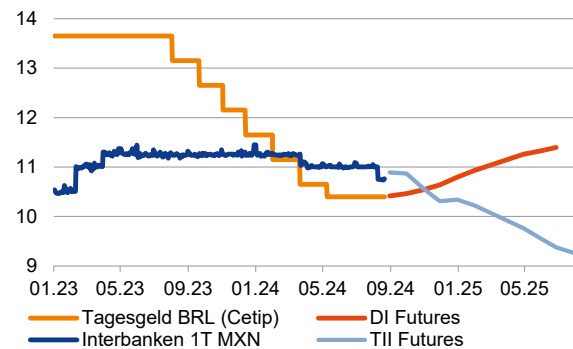
Ausbleiben einer Zinserhöhung dürfte allenfalls kurzfristig negativ aufgenommen werden, wenn es durch moderatere Inflationszahlen bzw. Inflationserwartungen gut unterstützt wird.

ÄHNLICHES PREISUMFELD AM AKTUELLEN RAND...  
INFLATIONS RATEN IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

... ABER SEHR UNTERSCHIEDLICHE NOTENBANKKOMMUNIKATION  
TAGGEGELDSÄTZE IN % UND FUTURES



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Bedeutung der Geldpolitik für eine Währung zeigt sich wieder einmal bei einem Vergleich des Real mit dem Peso. Die Wortwahl der Banco Central do Brasil steht in einem deutlichen Gegensatz zu der der Banco de México, die zuletzt nicht nur ihren Leitzins gesenkt hatte, sondern auch weitere Lockerungen andeutete. Dabei sieht sich auch die Geldpolitik in Mexiko einem Anstieg der Inflationsrate gegenüber, der mit 5,6% (J/J) im Juli sogar noch ausgeprägter war als der in Brasilien. Gemeinsam ist auch, dass der Preisauftrieb vor allem im Dienstleistungssektor hartnäckig hoch ist. Unterschiede gibt es aber bei den aktuellen Wirtschaftsdaten, die in Mexiko im zweiten Quartal mit einem BIP-Plus von 0,2% (Q/Q) nur moderat ausfielen. Die Entscheidung, den Leitzins um 25 Bp auf 10,75% zu senken, fiel im Direktorium aber nur mit einer knappen Mehrheit von drei zu zwei. Die Notenbank verwies vor allem auf die moderate Entwicklung der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel, die im Juli mit 4,05% (J/J) so niedrig lag wie Anfang 2021. Mit der Zinssenkung beschreitet die Notenbank aber einen riskanten Weg und setzt darauf, dass die höheren Preise bei Nahrungsmitteln und der zuletzt schwächere Peso nicht das allgemeine Preisklima eintrüben. Eine Zinswende in den USA würde dazu beitragen, dass der Zinsabstand zu den USA nicht zu deutlich abschmilzt, was dann auch für den Peso eine gute Nachricht wäre.

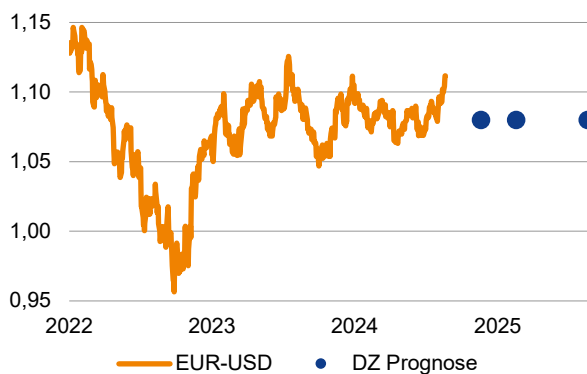
### Banco de México auf riskanten Wegen

Ein Risikofaktor resultiert sich aus den neuen Machtverhältnissen nach den Wahlen von Anfang Juni. Im September nimmt das Parlament in der neuen Zusammensetzung die Arbeit auf und Anfang Oktober findet die Amtsübergabe von Präsident Lopez Obrador an seine Nachfolgerin Sheinbaum statt. In der Abgeordnetenkammer verfügt die Regierungskoalition nun über eine verfassungsändernde Mehrheit, die im Senat aber knapp verfehlt wird. Den September will Lopez Obrador noch nutzen um einige Initiativen (u.a. Reform der Justiz) durchzusetzen, die allerdings an den Finanzmärkten kritisch gesehen werden. Aufgrund der zerstrittenen Opposition könnte es gelingen einige Senatoren zur Durchsetzung der Pläne zu gewinnen, was der Peso negativ aufnehmen würde.

### Mögliche Verfassungsänderungen bedeuten weiteren Risikofaktor

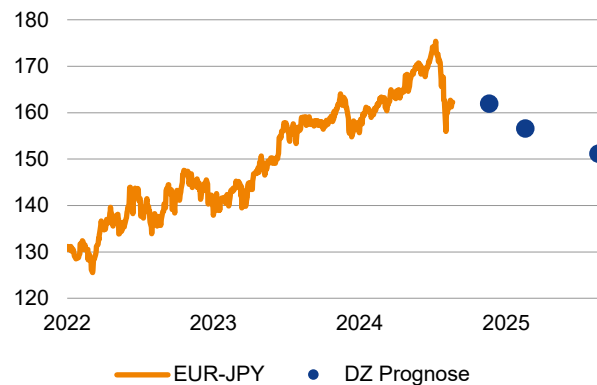
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD**



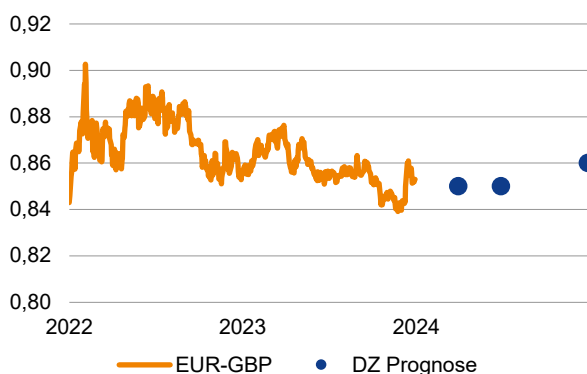
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY**



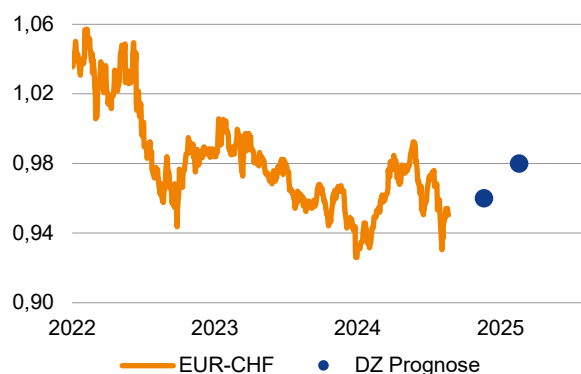
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP**



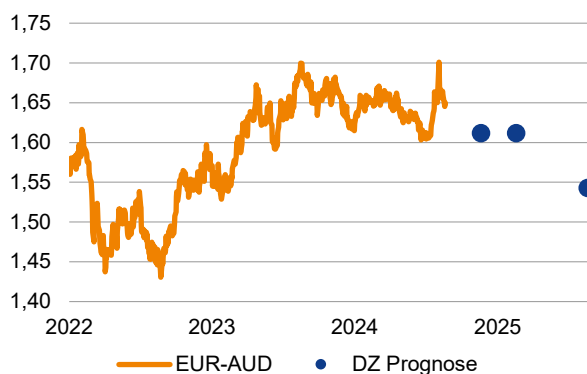
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF**



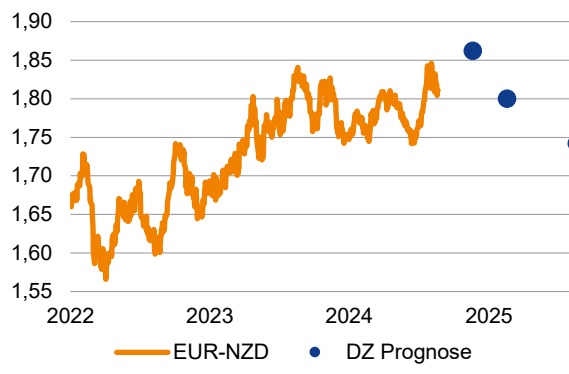
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD**



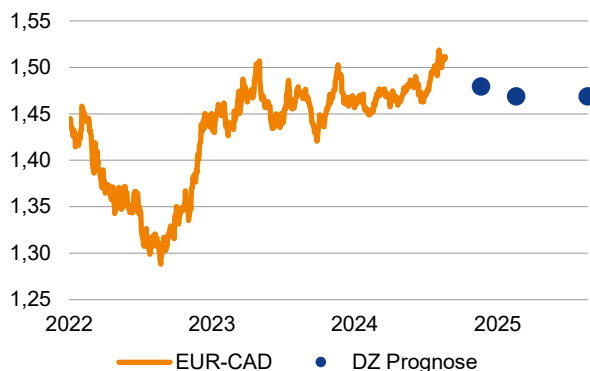
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD**



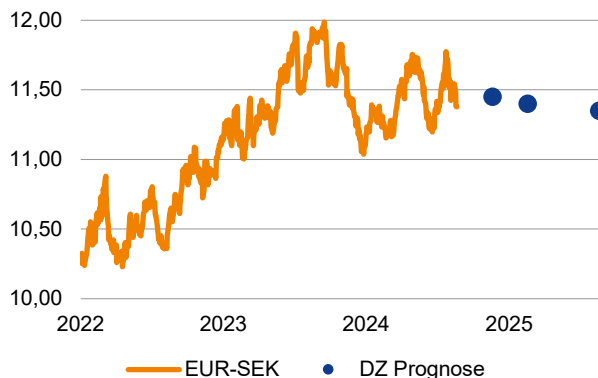
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



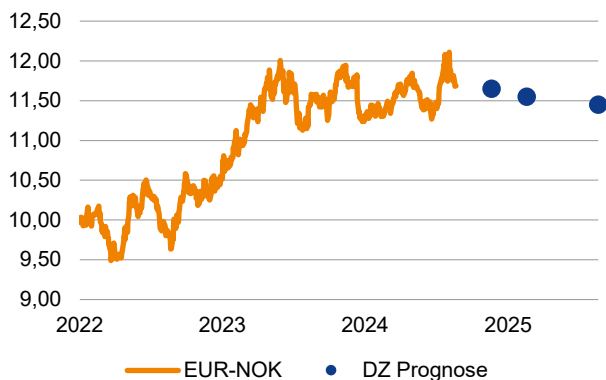
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



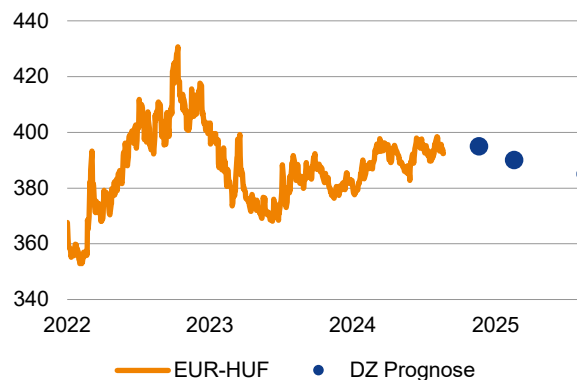
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



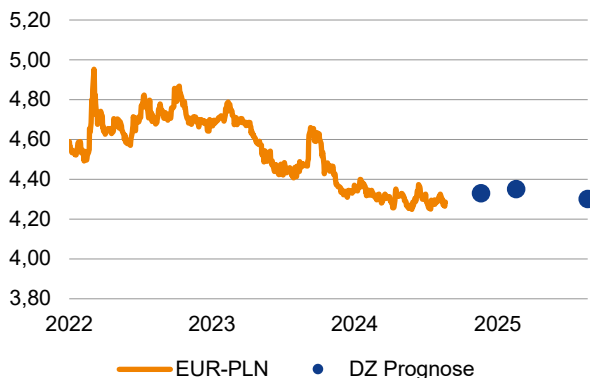
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



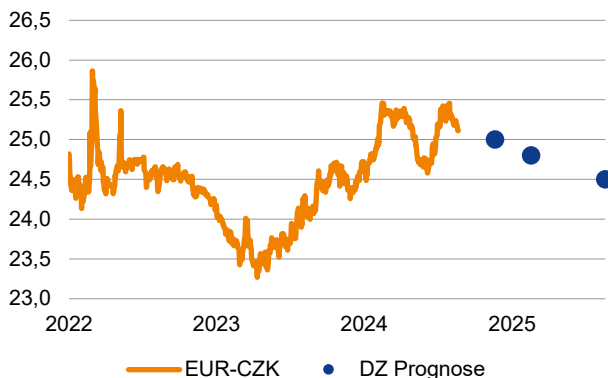
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



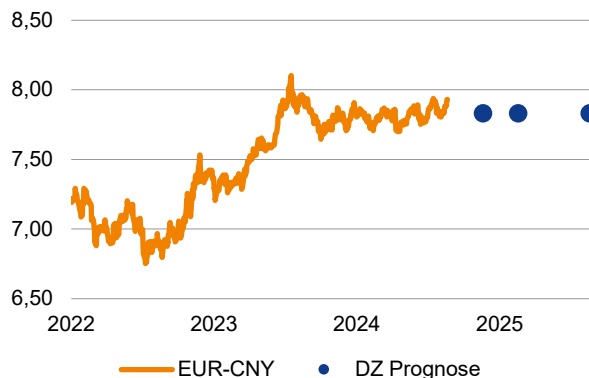
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



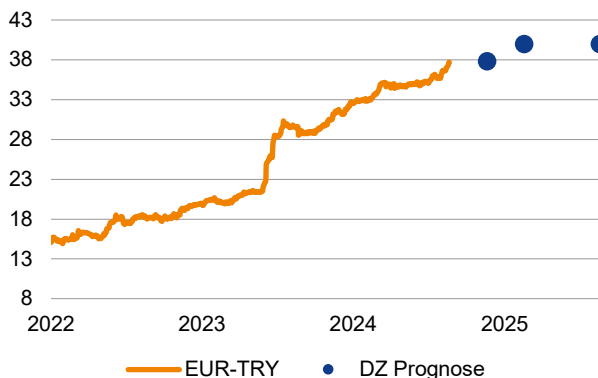
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



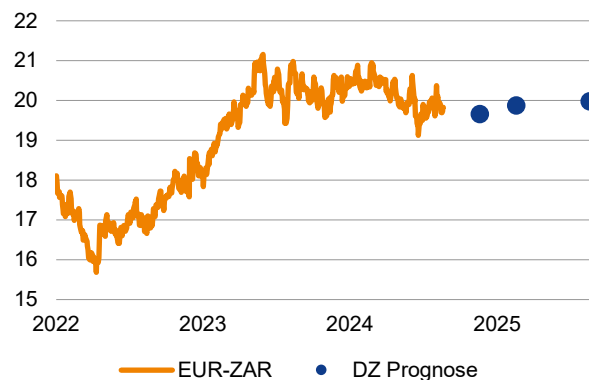
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



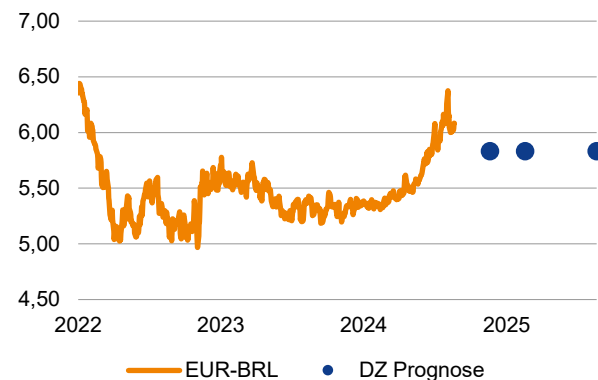
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



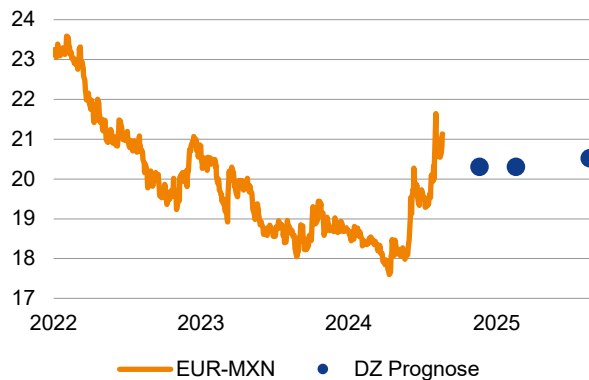
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN

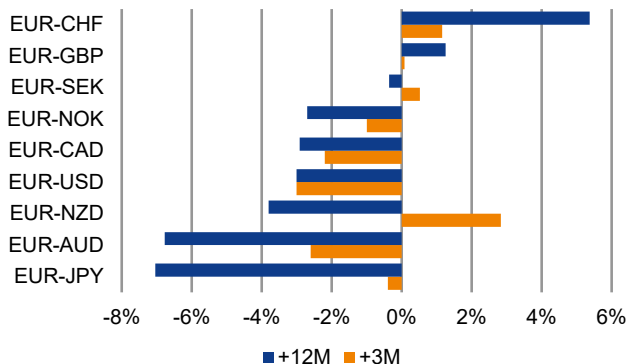


Quelle: Bloomberg, DZ BANK



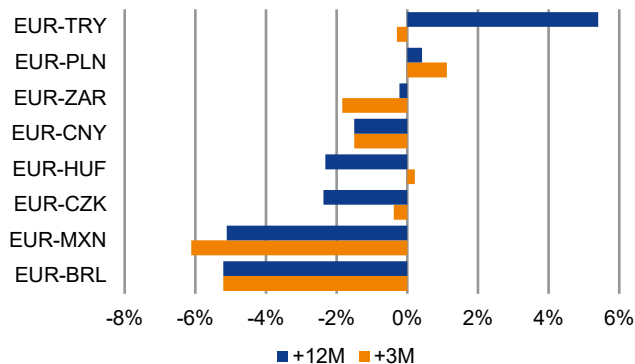
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,1135	1,08	1,08	1,08
EUR/GBP	0,8494	0,85	0,85	0,86
EUR/JPY	162,65	162	157	151
EUR/CHF	0,9491	0,96	0,98	1,00
EUR/AUD	1,6550	1,61	1,61	1,54
EUR/NZD	1,8108	1,86	1,80	1,74
EUR/CAD	1,5129	1,48	1,47	1,47
EUR/NOK	11,77	11,65	11,55	11,45
EUR/SEK	11,39	11,5	11,4	11,4
EUR/PLN	4,2820	4,33	4,35	4,30
EUR/CZK	25,10	25,0	24,8	24,5
EUR/HUF	394,2	395	390	385
EUR/TRY	37,91	37,8	40,0	40,0
EUR/ZAR	20,02	19,7	19,9	20,0
EUR/CNY	7,9492	7,83	7,83	7,83
EUR/BRL	6,1523	5,83	5,83	5,83
EUR/MXN	21,63	20,3	20,3	20,5

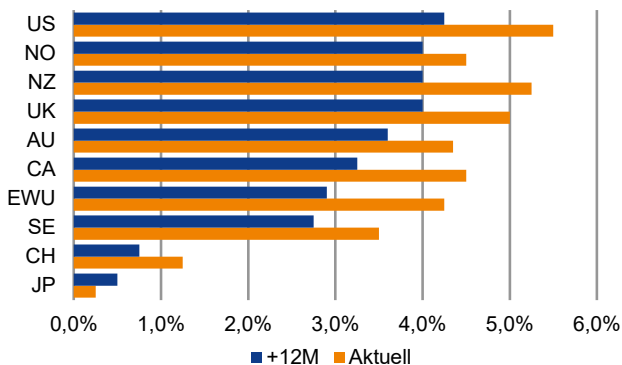
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1135	1,08	1,08	1,08
GBP/USD	1,3110	1,27	1,27	1,26
USD/JPY	146,07	150	145	140
USD/CHF	0,8523	0,89	0,91	0,93
AUD/USD	0,6728	0,67	0,67	0,70
NZD/USD	0,6149	0,58	0,60	0,62
USD/CAD	1,3587	1,37	1,36	1,36
USD/NOK	10,57	10,79	10,69	10,60
USD/SEK	10,23	10,6	10,6	10,5
USD/PLN	3,8455	4,01	4,03	3,98
USD/CZK	22,54	23,1	23,0	22,7
USD/HUF	354,0	366	361	356
USD/TRY	34,05	35,0	37,0	37,0
USD/ZAR	17,98	18,2	18,4	18,5
USD/CNY	7,1389	7,25	7,25	7,25
USD/BRL	5,5252	5,40	5,40	5,40
USD/MXN	19,42	18,8	18,8	19,0

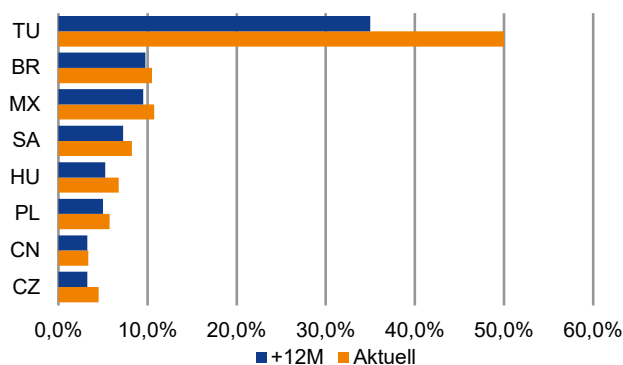
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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.)	0,4	0,7	1,2	0,5	0,6	0,8	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	5,4	2,5	2,1	2,6	2,5	2,4	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-2,9	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	2,1	2,3				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	1,8	2,9	3,1	2,1	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	4,1	3,0	2,6	3,2	3,2	2,7	2,7
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.)	1,7	0,2	1,2	-0,9	-0,8	1,1	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	2,38	1,8	2,5	2,7	2,3	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,05	-3,7	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	3,6	3,6				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,1	1,1	1,3	0,3	0,9	1,3	2,0
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	1,0	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,6	3,3	2,9	3,6	3,8	3,0	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	0,3	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,3	0,1	-1,5				
<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	3,3	2,9	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	2,7	2,3	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	1,1	2,1	0,3	1,1	1,3	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	8,6	3,2	1,7	4,7	3,5	2,8	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	1,3	1,6	1,1	1,3	2,0	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	5,5	3,5	2,3	4,4	3,1	3,5	2,9
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	3,7
Inflation (in % gg. Vj.)	17,1	4,0	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-4,7	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,2	0,7	-0,2
<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	-5,6	-4,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,6	0,1	-1,7
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,0	1,3	3,2
Inflation (in % gg. Vj.)	10,6	2,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-2,8	-1,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,4	2,8	0,6
<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)	-4,3	-1,9	-1,9
<b>Südafrika</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	0,7	1,6
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)	-1,0	-2,1	-1,8
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	1,4	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	0,2

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

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

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

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

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

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

**Vertreten durch den Vorstand:** 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 **„Transformationstaat“** 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 gecovered werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](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 Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

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

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

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

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



<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