Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Erster Realitätscheck

Das neue Jahr ist noch keine zwei Monate alt und schon gibt es gute Gründe bisherige Einschätzungen anzupassen. Dabei liegen harte Zahlen zur Wirtschaftsentwicklung im neuen Jahr bisher lediglich in den USA in einem nennenswerten Umfang vor. Allerdings lassen viele Stimmungsindikatoren auf eine Aufhellung der wirtschaftlichen Perspektiven hoffen und zudem deuten die eingehenden Zahlen für die letzten Monate 2022 darauf hin, dass der Einbruch der Wirtschaftsleistung im Winter nicht so ausgeprägt verlief wie zu befürchten war. Die Frage der Gasversorgung in Europa machte stärker als üblich auch das Wetter zu einem Thema für die Finanzmärkte. Hier lässt sich konstatieren, dass die Sorgen vor einem harten Winter nicht eingetroffen sind.

Während das Thema Corona ökonomisch als weitgehend abgehakt gelten kann, bleiben viele grundsätzliche Probleme aber auf absehbare Zeit noch bestehen. Der Krieg in der Ukraine hält auch ein Jahr nach dem Angriff Russlands unvermindert an und nachdem der Frontverlauf über die Wintermonate trotz harter Gefechte weitgehend eingefroren war, wird für die kommenden Wochen von beiden Seiten mit neuerlichen Angriffen gerechnet. Womit allerdings nicht zu rechnen ist, ist ein schnelles Ende der Feindseligkeiten. Der erste Kriegsschock ist in den westlichen Ländern glimpflich bewältigt worden, welche langfristigen Folgen die berühmte „Zeitenwende“ hat, ist jedoch bisher lediglich ansatzweise zu erkennen. Wenn ein höherer Anteil der Wirtschaftsleistung in die Rüstung gesteckt werden soll, stehen weniger Ressourcen für andere Verwendungen wie Investitionen zur Verfügung, was die langfristigen Wachstumschancen beeinträchtigen würde. Hierzu passt, dass viele Rohstoffe, auch wenn es hier im letzten halben Jahr zu teilweise spürbaren Preisrückgängen gekommen ist, noch immer auf einem im längerfristigen Vergleich hohen Niveau notieren und noch nicht alle Anpassungen auf der Verbraucherebene angekommen sein könnten. In allen von uns betrachteten Währungsräumen (Ausnahme China) ist zwar in diesem Jahr, oder spätestens im kommenden Jahr, mit einem spürbaren Rückgang der Inflationsrate zu rechnen, wie ausgeprägt dieser ausfällt, variiert jedoch deutlich und wird die Notenbankpolitik in diesem Jahr entscheidend prägen. Besonders die Reaktion der Löhne in den einzelnen Währungsräumen auf den Preisschub des letzten Jahres, ist ein weiteres großes Fragezeichen für viele Notenbanken, zumal hier Daten oftmals nur mit einer erheblichen Verzögerung verfügbar sind. Dies eröffnet auch die Gefahr von geldpolitischen Fehlern, seien es zu ausgeprägte Zinserhöhungen oder zu frühe Zinssenkungen.

Angesichts der robusten Wirtschaftsdaten dürften erste Zinssenkungen in den großen Industrieländern (USA, Kanada, Großbritannien) frühestens in den ersten Monaten des kommenden Jahres akut werden. Bis dahin heißt es aber noch den Endpunkt des jeweiligen Leitzinspfades auszuloten, der in den Industrieländern meist noch nicht erreicht wurde.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
23.2.2023 13:49 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN **2**
EUR-USD: Neue Prognose – solide aber nicht euphorisch 2
Japan: Der neue BoJ-Chef gibt auch dem Yen die Richtung vor 4
Großbritannien: Zinssätze steigen, aber das Pfund hat etwas zu kämpfen 5
Schweiz: Auf dem Weg zum letzten Zinsschritt - mit Hintertürchen 6
Neuseeland & Australien: VPI zu hoch, RBNZ und RBA straffen weiter 7
Kanada: Zinserhöhungszyklus der Bank of Canada vorerst auf Eis gelegt 9
Skandinavien: Auslaufende Leitzinserhöhungszyklen 10

SCHWELLENLÄNDER **12**
Osteuropa: Geldpolitische Gangart der CE3-Notenbanken von Bedeutung 12
Türkei & Südafrika: Preisauftrieb lässt nach – Unterschiede in den Niveaus 13
China: Korrektur aufgrund politischer Verstimmung mit USA nur temporär 15
Brasilien & Mexiko: Politik beklagt hohe Zinsen 16

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK **18**

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK **21**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN **22**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN **23**

I. IMPRESSUM **24**

Editor:
Stefan Grothaus, ANALYST

DZ BANK
Die Initiativbank

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Neue Prognose – solide aber nicht euphorisch

Wir revidieren unsere EUR-USD Prognose nach oben

Nachdem EUR-USD zum Jahresbeginn eine fulminante Rally auf Kurse knapp über 1,10 USD gelungen war, präsentiert sich die Währung derzeit wieder etwas zurückhaltender. Nicht gänzlich unerwartet: so euphorisch die Euro-Bullen Anfang Februar auch waren, so wenig überzeugt waren wir davon, dass es dem Euro bereits jetzt gelingen würde die Marke von 1,10 USD deutlich und vor allem nachhaltig zu überschreiten. Zum einen machte uns ein signifikanter Überhang spekulativer Long-EUR-USD-Positionen Sorgen, zum anderen die sich zu diesem Zeitpunkt hartnäckig anhaltenden Fed-Zinssenkungsspekulationen. Ob sich ersteres Problem mittlerweile aufgelöst hat, wissen wir leider nicht, da die relevanten Daten derzeit aufgrund von technischen Problemen nicht veröffentlicht werden. Was letzteres betrifft, hat sich jedoch auf jeden Fall einiges getan. Was Jerome Powell während seiner letzten Pressekonferenz nicht gelungen war, haben eine Reihe von besser-als-erwarteten Daten nun für ihn erledigt. Vor zwei Wochen ging der Markt noch davon aus, dass die Fed Fund Rate im Frühjahr bei 5% ihren Höhepunkt erreichen und im Winter 2023/24 wieder auf 4,25% fallen würde. Aktuell wird der Hochpunkt der Fed Fund Rate bei fast 5,5% gesehen und die erste Zinssenkung ist erst zum Dezember-Termin eingepreist. Dass diese, signifikante, Anpassung der Markterwartungen für die Fed nicht spurlos am Dollar vorbeigehen würde, war ein wichtiger Bestandteil unserer im Dezember veröffentlichten 3M EUR-USD Prognose von 1,05 USD.

China zeigt sich robuster: Marktsentiment hellt sich auf

EUR-USD sollte sich auf Sicht von 3M wieder auf 1,10 USD hochkämpfen können

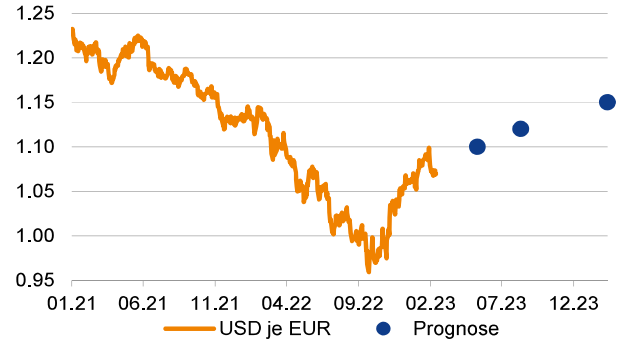
Einen Rückgang des Währungspaares in Richtung dieser Marke wollen wir kurzfristig sicherlich nicht ausschließen, er dürfte jedoch von kurzer Dauer sein. Das Auspreisen der Fed-Senkungserwartungen ist schließlich nun vollzogen. Gleichzeitig haben sich andere Rahmenbedingungen zum Vorteil des Euros entwickelt. Hier ist nicht nur die Tatsache zu nennen, dass sich der wirtschaftliche Ausblick für die Eurozone massiv aufgehellt hat. Von Rezession ist keine Rede mehr. Nun kommt jedoch ein weiterer positiver Impuls hinzu: die sich deutlich robuster als befürchtet entwickelnde chinesische Wirtschaft. Dies liefert zum einen zusätzlichen positiven Wachstumsschub für die Weltwirtschaft, vor allem aber hat es eine Aufhellung des Marktsentiments mit sich gebracht. Und hiervon dürfte der Euro mehr profitieren als der sichere Hafen USD. Gleichzeitig wird in den kommenden Monaten deutlich werden, dass auch die US-Wirtschaft nicht immun gegen wirtschaftliche Rückschläge ist. Der Arbeitsmarkt ist stark, er ist und bleibt jedoch ein nachlaufender Indikator. Weiterhin rechnen wir damit, dass das Wachstum in den USA sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal negativ sein wird. Dies dürfte, vor allem angesichts der sich gleichzeitig abzeichnenden Erholung in der Eurozone, nicht spurlos an EUR-USD vorbeigehen. Wir haben daher unsere 3M-Prognose auf 1,10 USD abgehoben.

Auch mittelfristig gestehen wir dem Euro etwas mehr Luft gen Norden zu

Auf Sicht von 12M gestehen wir dem Euro nun sogar Potenzial in Richtung von 1,15 USD zu

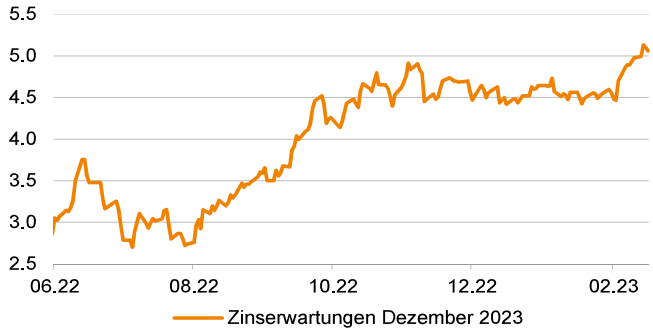
Mit dieser Anpassung hebt sich das Profil unserer gesamten Prognose auf Sicht von zwölf Monaten und wir gestehen EUR-USD nun etwas mehr Luft nach oben in Richtung der Marke von 1,15 USD zu. Während das 3M-Bild stark von der von uns unterstellten Aufhellung des Marktsentiments und damit von der Euro-Seite geprägt ist, wird im Jahresverlauf auch wieder die US-Seite in den Vordergrund rücken. Zum einen die dann Anfang 2024 anstehende erste Leitzinssenkung (die im Kontrast zu dem anhaltend hohen Leitzinsniveau in der Eurozone stehen wird). Zum anderen wird uns zweifelsohne das Thema „US-Schuldenobergrenze“ beschäftigen.

EUR-USD: MEHR LUFT GEN NORDEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

MARKT SETZT ERNEUT AUF HÖHERE FED-LEITZINSEN



Quelle: Bloomberg

Diejenigen von uns, die schon länger dabei sind, kennen dieses Thema zur Genüge und es ist verlockend es unter „geht doch immer gut“ abzulegen. Doch wenngleich wir davon ausgehen, dass auch dieses Jahr eine Einigung erreicht werden kann (bzw. muss – die Alternative ist quasi unvorstellbar), so dürfte der Weg zu dieser Einigung ein extrem steiniger sein. Die Republikaner werden alles daran setzen, Präsident Biden größtmögliche Zugeständnisse abzupressen und dabei bei der Wahl ihrer Mittel nicht zimperlich sein. Dies wird unweigerlich mit erhöhter Markvolatilität im US-Staatsanleihenmarkt einhergehen und auch den Dollar nicht unberührt lassen.

In den USA wird uns in diesem Jahr auch das Thema "Schuldenobergrenze" stark beschäftigen - zum Nachteil des Dollars

Die kurzfristige Sicht

Blicken wir zuletzt auf die Ereignisse, die uns in den kommenden Wochen beschäftigen werden und hier sind sicherlich zunächst die anstehenden US-Wirtschaftsdaten zu nennen. Angesichts der aktuellen fundamentalen Unsicherheit wird insbesondere der nächste Arbeitsmarktbericht (10. März) als auch die Entwicklung der Vorlaufindikatoren genauestens unter die Lupe genommen werden. Diese Daten sind auch für uns mit Blick auf unsere US-Rezessionsprognose kritisch. Ebenso wichtig werden aus Sicht des Marktes fraglos die anstehenden Sitzungen von EZB und Fed sein. Erstere bietet sicherlich weniger Überraschungspotenzial – dass die EZB erneut um 50 Basispunkte anhebt gilt als gesetzt. Spannender wird der Ausblick für die dann anschließende Sitzung, wobei es hier lediglich um die Frage gehen wird, ob die EZB noch mal 50 Basispunkte avisiert oder eine Verlangsamung des Tempos in Aussicht stellt. Bei der Fed geht es hingegen darum, ob der Erhöhungszyklus nach der März-Sitzung überhaupt noch weitergeführt wird. Aktuell steht zu vermuten, dass die Fed sich die Tür für eine zusätzliche Straffung zumindest aufhalten wird. Sollte sie sich noch hawkisher geben, wäre mit Blick auf EUR-USD mit einem erneuten kurzfristigen Rücksetzer zu rechnen.

US-Arbeitsmarkt, Fed und EZB im Fokus

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

Japan: Der neue BoJ-Chef gibt auch dem Yen die Richtung vor

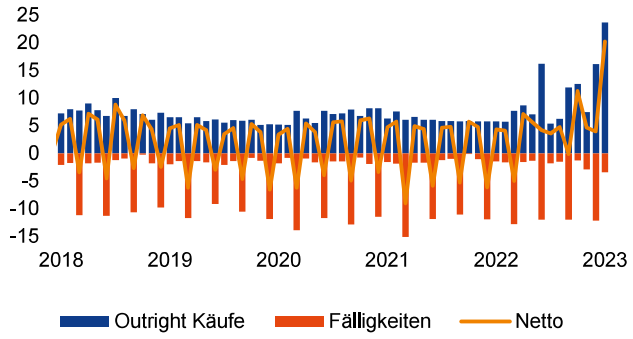
Neuer BoJ-Chef Ueda – (noch) ein unbeschriebenes Blatt

Auch in den letzten Wochen war Japans Geldpolitik für Überraschungen gut, und die Nominierung des nächsten BoJ-Chefs nahm kurzfristig eine unerwartete Wendung. Zunächst sah es so aus, dass Amamiya Nachfolger von Kuroda werden würde, was ein Garant für eine nahtlose Fortsetzung der aktuellen Politik gewesen wäre. Amamiya hat diesen Posten jedoch abgelehnt … mit der Begründung, dass er als Vizepräsident den gegenwärtigen BoJ-Kurs mitgeprägt hätte. Amamiyas Absage legt Spekulationen nahe, dass irgendeine Art von Neuerung seitens der Regierung angedacht ist, die er nicht mittragen kann (oder will).

Anhörung vor dem Unterhaus als erster Schritt von vielen

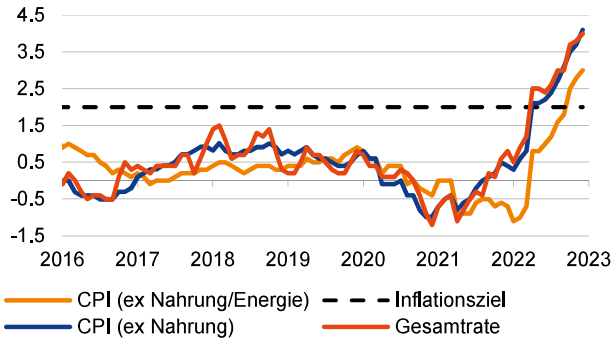
Stattdessen soll Ueda den Vorsitz übernehmen, dessen Nominierung in vielerlei Hinsicht bemerkenswert ist. Ueda darf als „unbeschriebenes Blatt“ charakterisiert werden. Er war zwar vor über zwei Jahrzehnten einmal in der Bank von Japan tätig, hat dann aber eine akademische Laufbahn gewählt. Dies ist ein klarer Bruch mit der Tradition, wonach lang gediente Beamte, abwechselnd aus Finanzministerium und Notenbank, zum BoJ-Chef befördert wurden. Ueda bringt also definitiv frischen Wind in die geldpolitischen Reihen. Darüber ob er als Falke oder Taube einzuordnen ist, lässt sich am heutigen Donnerstag nur spekulieren. Bereits morgen früh wissen wir hoffentlich mehr, wenn er im Rahmen seiner Anhörung vor dem Unterhaus Rede und Antwort steht. Am Montag folgt dann das Oberhaus des Parlaments. Wir halten eine Neuausrichtung der japanischen Geldpolitik für überfällig. Die Diskussion über die richtigen Mittel und Geschwindigkeit hierbei dürfte sowohl für den Yen als auch den japanischen Rentenmarkt richtungsweisend werden - und beiden dürften höchst volatile Wochen bevorstehen.

SHOWDOWN BOJ VS. MARKT: JGB-KÄUFE IN REKORDHÖHE
MONATLICHE ANLEIHEKÄUFE DER BOJ, IN BIO JPY



Quelle: Refinitiv, BoJ

IST DIESER PREISSCHUB WIRKLICH NOCH „NUR VORÜBERGEHEND“?
KONSUMENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

Letzter Showdown: Markt vs. BoJ

Während alle auf Ueda warten, geht die spekulative Attacke auf die Zinsobergrenze für die zehnjährigen JGBs ungebremst weiter. Eigentlich muss ein solcher Kampf gegen eine Notenbank als aussichtslos gelten. Theoretisch kann die Bank von Japan jedes gewünschte Zinsniveau verteidigen, so lange sie bereit ist, in entsprechendem Umfang Anleihen zu erwerben. Praktisch hat sie diese Entschlossenheit zuletzt auch eindrucksvoll unter Beweis stellen müssen. Im Januar hat sie Bonds im Wert von 23,7 Bio JPY (182 Mrd. USD) erworben, bereinigt um Fälligkeiten sind es immer noch unfassbare 20,3 Bio JPY. Das ist ein Wert, wie er weder während der Hochphase der Finanzkrise noch der Covid-Pandemie auch nur annähernd erreicht worden wäre. Da aber nicht nur wir der Meinung sind, dass die Tage des Zinsziels gezählt sind, kann eine solche Spekulation gegen die eigentlich übermächtige BoJ

durchaus Sinn machen. Wer damit rechnet, dass die japanischen Zinsen in naher Zukunft merklich steigen werden, ist gut damit bedient, sich heute von seinen Beständen zu trennen und an die BoJ zu verkaufen. Fast könnte man meinen, die Notenbank wolle den japanischen Finanzhäusern und Institutionellen einen glimpflichen Notausstieg ermöglichen. Paradoxerweise führt diese „BoJ-Subventionierung" dazu, dass der Weg zum geldpolitischen Exit über einen letzte Welle ultra-expansiver Liquiditätsbereitstellung läuft.

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

Großbritannien: Zinssätze steigen, aber das Pfund hat etwas zu kämpfen

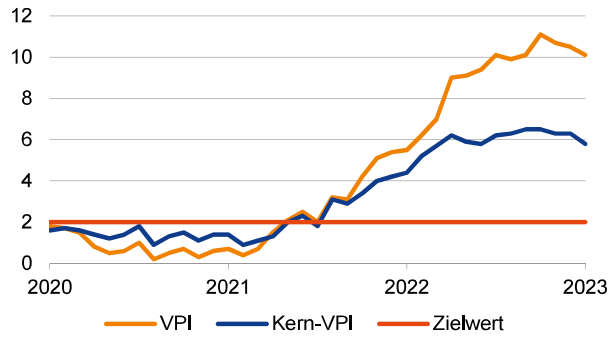
Die jüngsten BIP-Daten zeigen, dass die britische Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2022 nur knapp eine Rezession abwenden konnte: Nach einem bescheidenen Rückgang von 0,2% (Q/Q) im dritten Quartal stagnierte die Wirtschaft im Schlussquartal. Die wirtschaftlichen Probleme des Vereinigten Königreichs sind jedoch noch lange nicht gelöst. Es gibt weiterhin Streiks im öffentlichen und quasi-öffentlichen Sektor, die hohe Inflation und die Energiekosten belasten nach wie vor die Haushaltseinkommen und -ausgaben, und die Inflation liegt mit 10,1% (J/J) immer noch weit über dem Ziel der Bank of England.

Die britische Wirtschaft konnte bislang zwar knapp einer Rezession entgehen, ihre Probleme sind aber nicht verschwunden

Für die Bank of England ist der Rückgang der Energiepreise in den letzten Monaten eine durchweg gute Nachricht. Die Inflationsrate dürfte nach den Prognosen der DZ BANK im Laufe des Jahres 2023 weiter zurückgehen, in Q4 auf 4,5% (J/J) fallen und in Q4 2024 wieder die Zielmarke von 2% (J/J) erreichen. Allerdings bleibt die Bank of England bezüglich der Inflationsaussichten besorgt. Zum einen, weil die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Energiekosten nicht verschwunden sind, und zum anderen, weil sich der britische Arbeitsmarkt in einer allzu robusten Verfassung befindet. Die Arbeitslosenquote von 3,7% im Dezember liegt nur 0,2 Prozentpunkte über dem im letzten Sommer verzeichneten Jahrzehnte-Tief, und die Wochenlöhne (ohne Zulagen) sind in den letzten vier Monaten um mehr als 6% (J/J) gestiegen. Damit besteht die Gefahr einer Lohn-Preisspirale.

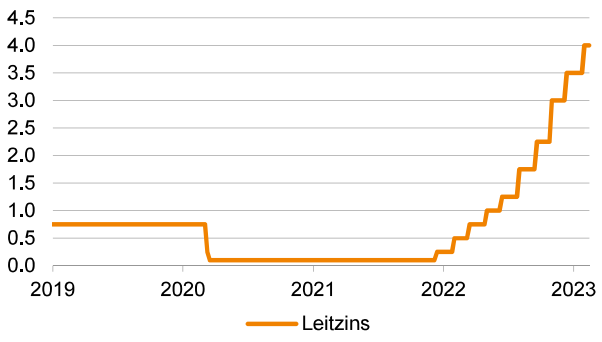
Die Inflation dürfte 2023-2024 sinken, aber die Aussichten sind mit Risiken behaftet, insbesondere aufgrund des starken Arbeitsmarktes

DIE INFLATION HAT IHREN HÖHEPUNKT ÜBERSCHRITTEN, DÜRFTE ABER IN 2023 NOCH DEUTLICH ÜBER DEM ZIELWERT BLEIBEN
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

SELBST NACH MEHR ALS EINEM JAHR DÜRFTE DER MPC DIE STRAFFUNG IN 2023 FORTSETZEN, AUCH WENN DER PEAK KURZ BEVORSTEHT
IN %



Quelle: Bloomberg

Für den geldpolitischen Ausschuss gibt es also weder Spielraum für Selbstzufriedenheit (noch für politische Fehler). In den kommenden Monaten ist mit weiteren Zinsanhebungen zu rechnen, um Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Einige Mitglieder des MPC sind jedoch der Ansicht, dass die Auswirkungen der letztjährigen Zinserhöhungen in der Wirtschaft noch nicht voll zum Tragen gekommen sind und die Gefahr einer zu starken Straffung der Geldpolitik besteht. Es ist daher wahrscheinlich, dass es in den nächsten Monaten keine Einstimmigkeit über Zinserhöhungen geben wird. Die DZ BANK prognostiziert, dass die Bank of England ihren Leitzins in zwei Schritten von je 25 Basispunkten auf 4,5% anheben wird, um dann eine Pause einzulegen und die Zinsen bis zum Jahresende auf diesem Niveau zu halten.

Angesichts der Risiken im Hinblick auf die Inflationsaussichten dürfte die BoE weitere Erhöhungen um jeweils 25 Bp auf 4,5% vornehmen

Für das Pfund sind die Aussichten bis zum Sommer gemischt. Gegenüber dem US-Dollar lassen die Risiken im Zusammenhang mit der US-Schuldenobergrenze bescheidene Gewinne in Richtung 1,24 USD erwarten, doch angesichts der prognostizierten Euro-Erholung dürfte das Pfund gegenüber dem Euro in die Defensive geraten und etwas nachgeben und um die Marke von 0,90 GBP handeln. Insgesamt dürfte das Pfund kaum an Wert zulegen, solange sich die allgemeine wirtschaftliche und politische Lage nicht verbessert hat, was vermutlich ein langwieriger Prozess sein wird.

Die Aussichten für das Pfund sind in den kommenden Monaten gemischt, mit leichtem Aufwärtspotenzial gegenüber dem US-Dollar und mit Abwärtspotenzial gegenüber dem Euro.

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

Schweiz: Auf dem Weg zum letzten Zinsschritt - mit Hintertürchen

Nachdem die EUR-CHF-Entwicklung im letzten Jahr eng an die Geschicke von EUR-USD gekoppelt war, ist hier seit einigen Monaten ein gewisses Eigenleben zu beobachten. Während die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar im Januar ein beeindruckendes Verlaufshoch über 1,10 USD verbuchen konnte, waren ihre Gewinne gegenüber dem Schweizer Franken deutlich limitierter. Hier war bereits bei EUR-CHF-Niveaus knapp über der Parität, konkret bei 1,0097 CHF die Luft raus. Diese Entwicklung passt zu unserer Einschätzung auf Seite 2 dieser Publikation, dass es das Ein- und Auspreisen der US-Zinssenkungserwartungen war, welches EUR-USD zuletzt geprägt hat. Oder anders formuliert: es war keine EUR-Story und hat daher EUR-CHF kalt gelassen. Aus diesem Kontext begründet sich auch, dass wir unsere EUR-CHF-Prognose trotz revidiertem EUR-USD-Bild unverändert lassen. Kurz- und mittelfristig (+3M, +6M) profitiert der Euro von EZB und globaler Sentiment-Aufhellung, unter denen der Franken wiederum leidet. Langfristig (+12M) ist es jedoch wieder die USD-Seite, auf der die Musik spielt, und insofern kein neuer Impuls für EUR-CHF. Wir gehen daher unverändert davon aus, dass sich das Währungspaar auf Jahressicht bis 1,07 CHF erholen kann; größeren Gewinnen stehen wir jedoch skeptisch gegenüber.

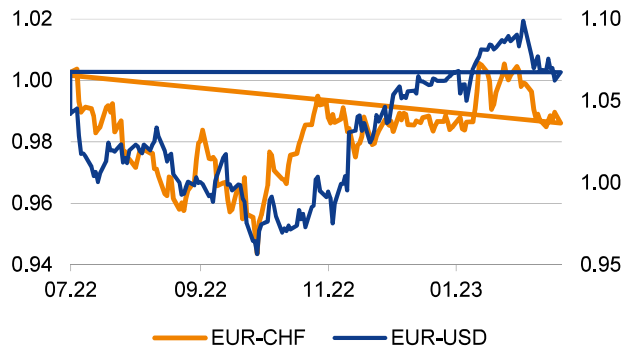
EUR-CHF löst sich von EUR-USD-Vorgaben

Wichtige Weichen für dieses Bild wird die SNB bei ihrer Sitzung am 23. März stellen. Wir rechnen hier (im Einklang mit dem Markt) mit einer erneuten Zinserhöhung um 50 Basispunkte. Spannender wird es danach: Ginge es nach dem Willen des Marktes würden sowohl im Juni als auch im September noch je ein 25er Schritt folgen - eine Einschätzung, die nicht zu unserem Schweiz-Bild passt. Wir gehen zwar davon aus, dass sich die SNB im März noch alle Optionen offenhalten wird, sie also nicht erklärt, dass dies ihre letzte Aktion im aktuellen Zinserhöhungszyklus gewesen sein

Schnelle Rückkehr zur Preisstabilität erwartet – das Eis für weitere SNB-Zinsschritte wird dünner

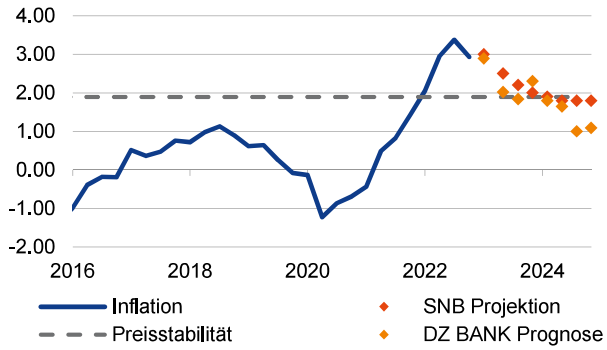
wird. In den dann folgenden Monaten sollte sich aber deutlich zeigen, dass die Inflationsdynamik wieder auf ein gesundes Niveau zurückgekommen sein wird. Wir rechnen schon im zweiten Quartal mit einer Teuerung von nur noch 2% (J/J), ab Sommer sogar mit einer Eins vor dem Komma. Die SNB-Projektionen sind etwas defensiver, unterstellen aber auch eine Rückkehr zur Preisstabilität (Q2/23: 2,5%, Q3/23: 2,2%, Q4/23: 2,0%). Damit entfällt der SNB die Argumentationsgrundlage, warum weitere Straffungen im Juni oder September erforderlich sein sollten.

EUR-CHF ENTWICKELT EIGENLEBEN
KURSVERLAUF EUR-CHF (L.S.) UND EUR-USD (R.S.)



Quelle: Refinitiv

SCHNELLE RÜCKKEHR ZUR PREISSTABILITÄT ERWARTET
INFLATIONSPROGNOSEN BZW. PROJEKTIONEN, CPI IN % (J/J)



Quelle: DZ BANK Research, SNB

Wichtig sind in diesen Zusammenhang sicher auch die BIP-Wachstumsdaten für das vierte Quartal, die am 28. Februar anstehen. Die Angst vor der großen Winter-Rezession in Europa ist geschwunden, und dies sollte auch den Negativsog für die Schweizer Wirtschaft gebremst haben; dennoch rechnet das DZ BANK Research mit zwei Negativquartalen in Folge (Q4/22 und Q1/23). Die Kombination aus Wachstumseinbruch und Sieg über die Inflation dürfte die Forderungen nach weiteren SNB-Schritten bald verstummen lassen. Das Auspreisen der zugehörigen Zinserhöhungserwartungen dürfte kaum spurlos am Schweizer Franken vorüber gehen und dem Euro den Weg Richtung 1,05 CHF öffnen.

BIP-Daten für Q4 stehen an, Startschuss zur Rezession?

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

Neuseeland & Australien: VPI zu hoch, RBNZ und RBA straffen weiter

Dass die Reserve Bank of New Zealand bei ihrer ersten Sitzung des neuen Jahres, welche diese Woche stattfand, eine Zinserhöhung von 50 Bp auf nun 4,75% vornehmen würde, schien angesichts der im Schlussquartal 2022 stagnierenden (und nicht sinkenden) Inflationsrate von 7,2% (J/J) in Stein gemeißelt zu sein.

Erwartete Leitzinserhöhung um 50 Bp aufgrund verharrender Inflation

Viel interessanter ist daher ein Blick auf die neuesten Projektionen der RBNZ, die mit der Bekanntgabe der Official Cash Rate auch das neueste Monetary Policy Statement zur aktuellen geldpolitischen Strategie veröffentlichte. Dabei korrigierten die Währungshüter ihre Inflationsprognose und gehen von einem Peak von 7,3% (J/J) im Vergleich zur November-Projektion von 7,5% (J/J) aus. Der Kampf gegen die hohe Inflation ist aber noch lange nicht gewonnen, denn die steigenden Lebensmittel-

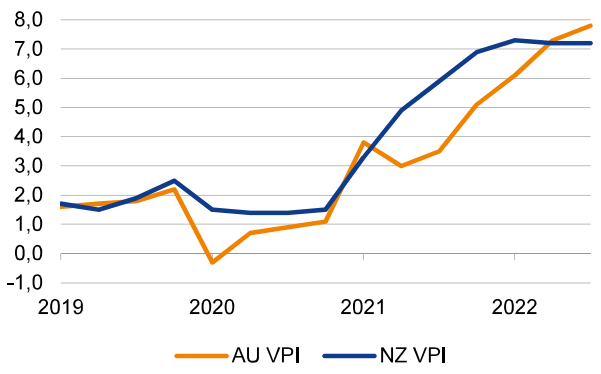
RBNZ bleibt trotz optimistischerer Inflationsprognose in ihrer Terminal Rate „hawkish“

preise treffen die neuseeländischen Haushalte empfindlich. Zudem befürchten die Notenbanker aufgrund der durch Zerstörungen durch Zyklon Gabrielle ausgelösten Knappheit einiger Güter – insbesondere Obst, Gemüse, Autos und Haushaltsgeräte – sowie durch die Reparaturmaßnahmen im Bausektor, zusätzlichen Preisdruck. Sinkende Inflationserwartungen sowie ein sich abkühlender Arbeitsmarkt, was sich zuletzt in einem geringer als vom Marktkonsens erwarteten Beschäftigungszuwachs äußerte, geben aber durchaus Gründe für Optimismus. Dennoch blieb die RBNZ bei ihrer Februar-Sitzung „hawkish" und rechnet nach wie vor mit einer Terminal Rate für ihren Leitzins von 5,5%, welche sie bis Ende des zweiten Quartals 2024 halten will. Wir rechnen dagegen „nur" noch mit zwei Zinserhöhungen um jeweils 25 Bp bei den kommenden Sitzungen und ersten Zinsenkungen aufgrund einer optimistischeren Prognose bzgl. des Rückgangs der Inflation bereits zum Ende dieses Jahres.

Konjunkturelle Entwicklung in China richtungsweisend für NZD

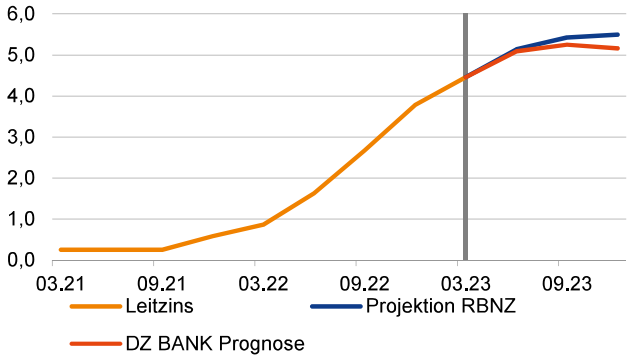
Für die Entwicklung des Kiwis dürfte neben einer weiterhin „hawkish" auftretenden RBNZ in den kommenden Monaten viel von der Wiedereröffnung Chinas abhängen, das mit knapp 29% einen Großteil des neuseeländischen Exportvolumens aufnimmt. Eine weiterhin positive konjunkturelle Entwicklung Chinas dürfte den Kiwi beflügeln.

WÄHREND DAS INFLATIONSPEAK IN NZ WOHL ERREICHT IST, SETZT DIE STEIGENDE INFLATION IN AUSTRALIEN DIE RBA UNTER DRUCK
VPI IN %



Quelle: Bloomberg

DAS DZ BANK RESEARCH RECHNET SOWOHL MIT EINER NIEDRIGEREN TERMINAL RATE ALS AUCH MIT FRÜHEREN ZINSSENKUNGEN
NZ: VIERTELJÄHRLICHER DURCHSCHNITT DER OCR IN %



Quelle: RBNZ, DZ BANK

In Australien steigt die Inflation weiter an

Obwohl Australien unter den G-20-Ländern nicht die schlimmsten Inflationserfahrungen gemacht hat, stieg die Inflation den jüngsten Quartalsdaten zufolge Ende 2022 immer noch an, und zwar von 7,3 % im dritten Quartal auf 7,8 % (jeweils J/J) im Schlussquartal, während sie in anderen führenden Volkswirtschaften zurückging.

Weitere Zinserhöhungen der RBA erwartet, zwei Erhöhungen um 25 Bp in den nächsten drei Monaten wahrscheinlich

Es überrascht daher nicht, dass die Reserve Bank of Australia (RBA) ihre Serie von Zinserhöhungen 2023 fortsetzen will. Schließlich wächst die Wirtschaft weiter und es ist immer noch nicht klar, ob eine Lohn-Preis-Spirale vermieden werden kann, da sich der australische Arbeitsmarkt in einer sehr guten Verfassung befindet. Es ist daher wahrscheinlich, dass die RBA die Zinsen im Laufe der nächsten drei Monate um 50 Basispunkte anheben wird, wahrscheinlich in zwei Schritten von je 25 Basispunkten. Damit würde der Leitzins auf 3,85% steigen. Danach dürfte die Richtung der Geldpolitik von den Daten abhängig sein. Auf jeden Fall ist die RBA nun dem Ende des geldpolitischen Straffungszyklus deutlich nähergekommen, und ein beträchtlicher Teil der Auswirkungen der letztjährigen Zinserhöhungen wird sich im Laufe der nächsten sechs Monate bemerkbar machen. Dies wird zu einer Verlangsamung der Wirtschaft und zu einem Abwärtsdruck auf die Inflation führen. Die RBA selbst prognostiziert, dass die jährliche Inflationsrate (VPI) im Dezember 2023 auf

4,8 % und ein Jahr später auf 3,2 % sinken wird, was knapp über dem oberen Rand des Zielbereichs von 2 bis 3 % liegt.

Was den australischen Dollar betrifft, so wird eine weitere Straffung durch die RBA unterstützend wirken, doch da auch die Fed und die EZB weiter die geldpolitischen Zügel anziehen, dürfte der Spielraum für deutliche Kursgewinne des AUD gegenüber dem USD oder dem EUR begrenzt sein.

Trotz weiterer RBA-Zinserhöhungen ist das Aufwertungspotenzial des AUD gegenüber dem USD und dem EUR begrenzt

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Kanada: Zinserhöhungszyklus der Bank of Canada vorerst auf Eis gelegt

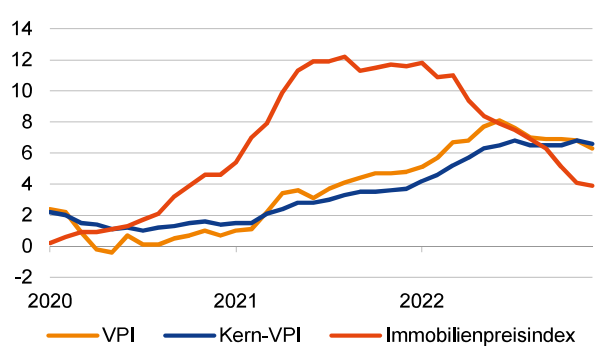
Obwohl die kanadische Zentralbank nicht die erste in der G-7 war, die als Reaktion auf die weit über dem Zielwert liegende Inflation mit dem Zinserhöhungszyklus begann, ist sie nach der Anhebung des Leitzinses um 4,25 Prozentpunkte innerhalb von elf Monaten die erste, die eine Pause von den regelmäßigen Straffungsschritten einlegt. Dies bedeutet jedoch noch nicht, dass die Bank of Canada im Jahr 2023 keine weiteren Zinserhöhungen vornehmen wird.

Nach einer Straffung um 425 Basispunkte bleibt die Bank of Canada nun in Warteposition

Der Grund für die Entscheidung der Bank of Canada, die wirtschaftliche Entwicklung abzuwarten, bevor sie weitere Änderungen an ihrer Zinspolitik vornimmt, liegt darin, dass sie bestrebt ist, ein Gleichgewicht herzustellen zwischen der Notwendigkeit, die Inflation mittelfristig wieder auf das Zielniveau (2% J/J)) zu bringen, und der Vermeidung eines massiven Konjunktureinbruchs. Es gibt bereits deutliche Anzeichen dafür, dass die Inflation ihren Höhepunkt überschritten hat und sich nun auf einem Abwärtspfad befindet. Außerdem durchläuft der Wohnimmobilienmarkt, auf dem die Preise noch vor etwa einem Jahr mit zweistelligen Jahresraten stiegen, nun eindeutig eine Korrekturphase. Natürlich muss ein Großteil der 2022 durchgeführten geldpolitischen Straffungsmaßnahmen erst noch auf die Konjunktur durchschlagen, was die Wirtschaftstätigkeit im weiteren Verlauf des Jahres 2023 bremsen wird.

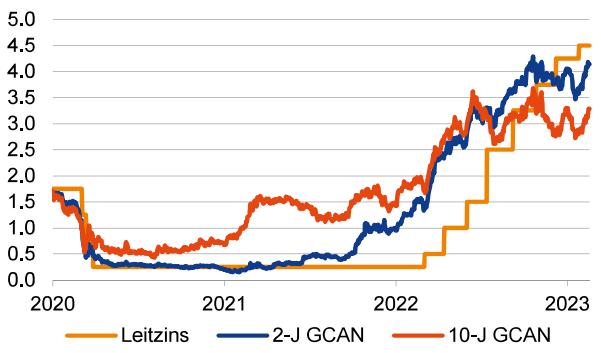
Die BoC möchte eine weiche Landung, bei der die Inflation weiter sinkt, ohne dass die Wirtschaft ins Stocken gerät

DIE INFLATION GEHT LANGSAM ZURÜCK, LIEGT ABER IMMER NOCH DEUTLICH ÜBER DEM ZIELWERT DER BANK; DIE STEIGENDEN ZINSSÄTZE VERMINDERN EINDEUTIG DEN DRUCK AUF DEN WOHNUNGSMARKT, WAS DER BOC ZUGUTE KOMMT
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

ZINSSÄTZE: OBWOHL DIE BOC DIE ZINSSÄTZE IM JAHR 2023 WEITER ANGEHOBEN HAT, SIND DIE RENDITEN AM ANLEIHEMARKT NICHT AUF NEUE HÖCHSTSTÄNDE GESTIEGEN. NUN WIRD EINE KONSOLIDIERUNGSPHASE ERWARTET
IN %



Quelle: Bloomberg

Der kanadische Dollar hat das Potenzial, gegenüber dem US-Dollar aufzuholen, ist aber gegenüber dem Euro in der Defensive

Obwohl der Zinserhöhungszyklus der Bank of Canada nun auf Eis liegt, haben andere führende Zentralbanken angedeutet, dass ihrer Ansicht nach noch einiges im Kampf gegen die Inflation zu tun ist, so dass weiterhin mit Zinserhöhungen zu rechnen ist, nicht zuletzt seitens der Fed und der EZB. Die Zinsdifferenzen sind jedoch bei weitem nicht der einzige Faktor, der die Bewegungen am Devisenmarkt bestimmt. Nicht zuletzt aufgrund der Wahrscheinlichkeit, dass es in diesem Sommer zu einem gefährlichen politischen Schlagabtausch über die US-Schuldenobergrenze kommt, liegt ein Schatten über dem US-Dollar. Auch der Status als "sicherer Hafen", der den US-Dollar während des größten Teils des Jahres 2022 begünstigt hat, scheint nun zu schwinden. Dies dürfte es dem kanadischen Dollar ermöglichen, gegenüber dem Greenback Boden gutzumachen. Da andererseits die Wirtschaftsaussichten für die Eurozone etwas rosiger erscheinen als noch vor drei Monaten und die EZB nach wie vor auf Straffungskurs ist, hat EUR-CAD einen bescheidenen Aufwärtsspielraum.

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

Skandinavien: Auslaufende Leitzinserhöhungszyklen

Inflation weit über dem Zielwert

Der hohen Inflation Rechnung tragend hat die schwedische Zentralbank die Geldpolitik weiter verschärft und den Leitzins Anfang Februar um 50 Basispunkte auf 3% angehoben. Die Inflationsentwicklung ist und bleibt vorerst das Sorgenkind der Riksbank-Vertreter. Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex ist im Januar um 9,3% im Jahresvergleich gestiegen (Vorwert 10,2%). Der Preisauftrieb bleibt damit weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Im weiteren Jahresverlauf sollte sich die Teuerung aber abschwächen. Im kommenden Jahr dürfte der CPIF-Index nach Einschätzung der Riksbank dem Zielwert der Notenbank sehr nahekommen.

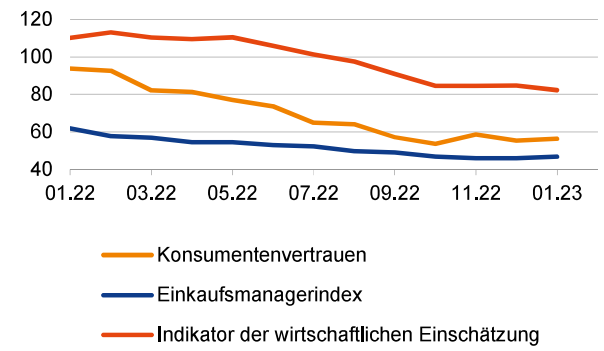
Riksbank dürfte der Inflationsbekämpfung Vorrang vor den unsicheren Wirtschaftsaussichten geben

Die schwedische Wirtschaft hat sich im zurückliegenden Jahr als relativ widerstandsfähig gegenüber hoher Inflation und schnell steigenden Zinsen erwiesen. Für das Jahr 2023 erwarten wir jedoch einen Rückgang im Bruttoinlandsprodukt um 0,4% (J/J). Die Wechselkursentwicklung ist ein Risiko für die schwedische Wirtschaft und ein Dilemma für die Riksbank. Es ist nicht klar, was mittelfristig für die Krone besser ist – eine schnelle Erhöhung des Leitzinses oder ein langsameres Vorgehen, um die anfällige schwedische Wirtschaft zu schonen. Wenn die Riksbank jedoch vor einem solchen Kompromiss steht, spricht vieles dafür, dass sie der Inflationsbekämpfung Vorrang einräumen wird und der Leitzins stärker als vorgesehen angehoben werden könnte. In einem solchen Szenario würde sich der Druck auf den Wohnungsmarkt und andere Teile der Binnenwirtschaft verschärfen, was das Risiko eines tieferen Wirtschaftsabschwungs mit sich bringen würde. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 300 Basispunkte im Jahr 2022 und Anfang 2023 dürfte die Riksbank im Frühjahr eine weitere Anhebung vornehmen und danach eine Pause einlegen – die Risiken für den Leitzinspfad bleiben aber nach oben gerichtet.

Krone sollte ihren Abwärtstrend beenden und auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus von 10,95 EUR-SEK notieren

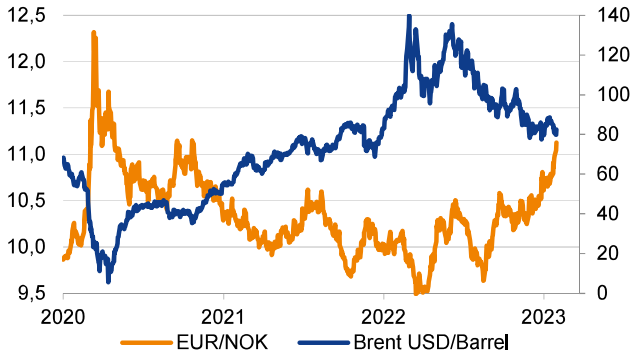
Da wir nur einen sehr moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich die Krone wieder stabilisieren. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 11,7% (J/J) im weiteren Jahresverlauf auf 5,6% (J/J) abschwächen wird. Die Krone dürfte daher ihren Abwärtstrend beenden. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei rund 10,95 SEK.

SCHWEDEN: PESSIMISTISCHER KONJUNKTURAUSBLICK
INDEX IN PUNKTEN



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

NORWEGEN: ROHÖLPREISAUSBLICK SOLLTE DIE KRONE STÜTZEN
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Die norwegische Krone leidet derzeit unter einem Mix an Belastungsfaktoren: stark rückläufige Rohölpreisnotierungen, einer Wachstumsabschwächung bei hoher Inflation und einer Risikoaversion, die vor allem bei kleineren Währungsräumen, die nicht als sichere Währungshäfen gelten, zu einem Abgabedruck geführt hat. Von einer Rückkehr der Rohölpreisnotierungen in Dimensionen von 140 USD/Barrel – Preise die vor rund einem Jahr erreicht wurden – gehen wir zwar nicht aus, auf Sicht vom sechs bis zwölf Monaten halten wir Notierungen um 100 USD pro Barrel aber für wahrscheinlich.

Nachgebende Rohölpreise, eine hohe Inflation und Konjunktureintrübung belasten die Krone

Ein schwächeres Wachstum bei hoher Inflation belastet die Krone zusätzlich. Der deutliche Preisauftrieb und die Straffung der Geldpolitik dämpfen die Wachstumsdynamik bereits merklich. Die norwegische Wirtschaft bleibt in diesem Jahr wohl deutlich hinter den starken Wachstumsraten der Vorjahre zurück, dürfte aber mit plus 2,0% beim BIP eine Rezession vermeiden können. Auch vor dem Hintergrund eines leergefegten Arbeitsmarktes, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,9%, erreichte Norwegens Inflation im Oktober mit 7,5% im Jahresvergleich einen neuen Rekord. Bis zum Januar verlangsamte sich der Preisauftrieb auf 7,0% (J/J). Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Januar auf 6,4% im Jahresvergleich angestiegen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ ist vorerst nicht zu erreichen. Die Notenbank selbst geht in diesem und im kommenden Jahr von einer Kerninflationsrate von 5,2% (J/J) und 3,6% (J/J) aus und erst 2025 dürfte sich der Preisauftrieb mit 2,7% (J/J) allmählich dem Notenbankziel annähern. Beim Leitzinsentscheid im Januar wurde die Policy Rate zwar unverändert bei 2,75% belassen, eine weitere Anhebung aber in Aussicht gestellt. Wir gehen davon aus, dass der Leitzins am 23. März erneut um 25 Basispunkte angehoben wird und vorerst auf diesem Niveau verbleibt.

Arbeitslosigkeit bleibt niedrig

Wir erwarten: anziehende Rohölpreise, eine weiterhin restriktive Geldpolitik sowie mittelfristig wieder nachgebende Inflationsraten.

Die Krone sollte von künftig wieder höheren Rohölpreisen, der noch weiterhin restriktiven Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig wieder nachgebenden Inflationsraten profitieren können. Auf Basis des Preisniveauverhältnisses Norwegens zum Euro-Währungsraum (Kaufkraftparität) ermittelt sich eine deutliche Unterbewertung der Krone. Wir gehen auf Jahresfrist von einer Aufwertung zum Euro auf die Marke von 10,60 EUR-NOK aus.

Auf Jahresfrist Notierungen um 10,60 EUR-NOK erwartet

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitische Gangart der CE3-Notenbanken von Bedeutung

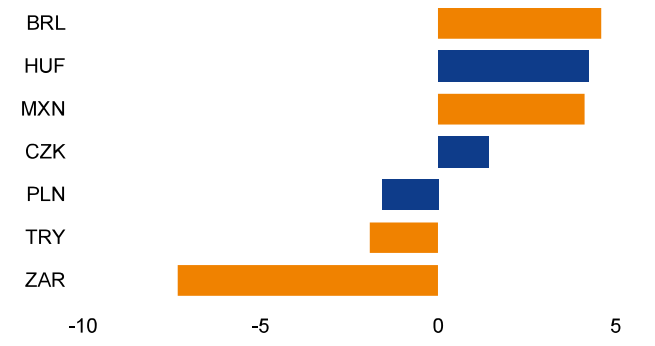
„Hawkishes“ MNB-Bekenntnis stützt den Forint

Der Forint konnte im Februar gegenüber dem Euro zeitweise merklich Boden gutmachen und kletterte hierbei vorübergehend auf den höchsten Stand seit Mai 2022. Wenngleich die ungarische Landeswährung nun wieder etwas kleinere Brötchen gegenüber dem Euro backt, so haben sich ihre Perspektiven zuletzt merklich aufgehellt. Rückenwind erfährt der Forint in einem risikofreundlichen Umfeld besonders von Seiten der ungarischen Notenbank (MNB), genauer gesagt von MNB-Vize Virag und dessen Bekenntnis zu anhaltend hohen Leitzinsen. So machte dieser deutlich, dass Leitzinssenkungen nicht in Sicht sind. In diesem Zusammenhang verwies er auch auf Ungarns Inflation, mit 25,7% (J/J) die höchste in der Europäischen Union, welche Geduld verlange, wenn es um den Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung gehe.

Für die Tschechische Krone ist geldpolitischer Support nichts Neues

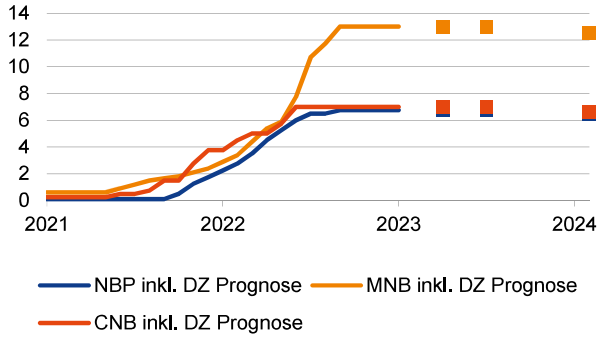
Mit diesen deutlichen Worten der MNB und dem eindeutigen Fokus auf die Inflationsbekämpfung hat die Tschechische Krone nun geldpolitische Gesellschaft bekommen. So geht doch die Zentralbank in Prag (CNB) ebenfalls konsequent gegen den hohen Preisdruck im Land vor und setzt in diesem Zusammenhang neben einer restriktiven Geldpolitik auch auf eine feste Landeswährung. Dass die Krone hiervon zuletzt weniger stark profitieren konnte, dürfte der Tatsache geschuldet sein, dass ein geldpolitischer Support ohne Wenn und Aber für die tschechische Landeswährung nichts Neues mehr ist, so dass schon vieles davon in den aktuellen CZK-Kursen eingepreist ist und ein neuer geldpolitischer Pusch z.B. in Form einer weiteren Leitzinsanhebung nicht zu erwarten ist.

NATIONALE GELDPOLITIK IM FOKUS DER CE3-WÄHRUNGEN
VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNGEN GGÜ. EURO SEIT JAHRESBEGINN, IN %



Quelle: Bloomberg

RESTRIKTIVE GELDPOLITIK GEKOMMEN UM ZU BLEIBEN
NATIONALE LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSEN IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NBP wirkte zeitweise wie eine Getriebene der Inflation

Als geldpolitischer Verlierer im CE3-Universum ist der polnische Zloty zu zählen. Zwar hat auch die dortige Notenbank (NBP) den Leitzins bis auf 6,75% angehoben und dürfte auf Jahressicht die geldpolitischen Zügel nur umsichtig lockern. Allerdings begann die NBP, die Leitzinsen als letzte der CE3-Notenbanken anzuheben. Dies weckte marktseitig Zweifel, an dem geldpolitischen Willen der polnischen Zentralbank, der dortigen Inflation konsequent entgegenzutreten. Lässt man die Zeit seit dem Beginn der polnischen Leitzinserhöhungen Revue passieren, so gewinnt man den Eindruck, dass die NBP die geldpolitischen Zügel nur ungern spürbar gestrafft hat und dies auch nur getan hat, weil die Inflationsentwicklung ihr absolut keine andere Möglichkeit gelassen hat. Nicht selten wirkte die NBP hierbei wie eine Getrie-

bene. Erschwerend kam aus Sicht des Zloty hinzu, dass die Tonspur der meisten NBP-Mitglieder sowie des Notenbankvorsitzenden Glapinski selbst im Nachgang einer Leitzinsanhebung nicht selten als vergleichsweise „dovish“ einzuschätzen war. Ursächlich dafür dürften maßgeblich die Konjunkturrisiken gewesen sein, die die Geldpolitik der NBP bis heute stärker zu prägen scheinen als dies bei ihren Amtskollegen in Budapest oder Prag der Fall ist.

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

Türkei & Südafrika: Preisauftrieb lässt nach – Unterschiede in den Niveaus

TCMB kehrt auf den geldpolitischen Lockerungspfad zurück

Die türkische Notenbank (TCMB) hat ihre Leitzinssenkungen wieder aufgenommen und die geldpolitischen Zügel Ende Februar um weitere 50 Bp gelockert. Mit dieser Entscheidung blieb die TCMB hinter den Markterwartungen von -100 Bp zurück. Das offizielle Leitzinsniveau (One-Week Repo Rate) liegt nun bei 8,50%. Weitere Senkungen dürften unserer Ansicht nach folgen. Ursächlich dafür, dass die TCMB die Geldpolitik weiter gelockert hat, dürfte zum einen die neuerliche Forderung von Staatspräsident Erdogan nach niedrigeren Leitzinsen gewesen sein. Zum anderen sollte der auch in der Türkei zuletzt merklich nachgelassene Preisdruck diesen Schritt begünstigt haben. Dass die dortige Inflation jedoch nach wie vor mit 57,7% (J/J) Lichtjahre von dem offiziellen Inflationsziel der TCMB von 5% entfernt ist, steht hingegen auf einem anderen Blatt Papier. Und last but not least dürften auch die wirtschaftlichen Folgen des verheerenden Erdbebens zu der jüngsten Leitzinssenkung der TCMB beigetragen haben.

Staatspräsident Erdogan plädiert für vorgezogene Wahlen Mitte Mai

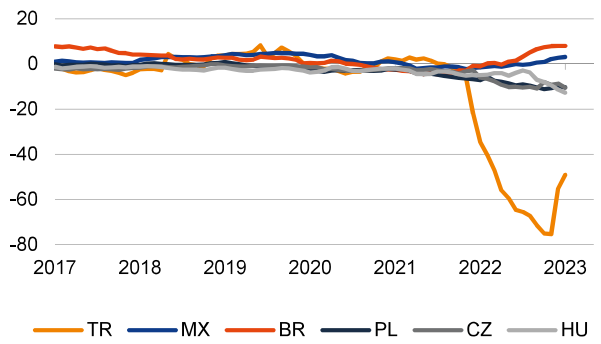
Staatspräsident Erdogan hält bislang ungeachtet des schweren Bebens an seinem Vorhaben, die türkischen Parlaments- und Präsidentschaftswahlen um rund vier Wochen auf den 14. Mai vorzuziehen, fest. Sechs Oppositionsparteien haben sich hier zu einem Wahlbündnis („Allianz der Nation“) zusammengeschlossen. Sie einigt ihr gemeinsames Ziel, den Staatschef und sein Wahlbündnis „Volksallianz“ (AKP, MHP) von der Macht zu verdrängen. Aktuellen Umfragen zufolge könnten die Wahlen ein knappes Rennen werden, wobei nicht vergessen werden sollte, dass die Validität der Befragungen im Falle der Türkei noch mehr im Raum steht als ohnehin bei solchen Umfragen. Neben der schweren Wirtschaftskrise steht die Regierung Erdogan nun auch noch wegen ihres bisherigen Krisenmanagements infolge des katastrophalen Erdbebens im Süden des Landes in der Kritik. Zudem wiegt der Vorwurf schwer, dass die Vorschriften für erdbebensicheres Bauen in den vergangenen Jahren nur unzureichend eingehalten wurden.

Abflachender Preisauftrieb ermöglicht baldiges Ende der Zinserhöhungen in Südafrika

Die South African Reserve Bank hat bei ihrer Sitzung Ende Januar den Leitzins „nur“ um 25 Bp auf 7,25% angehoben, womit sie den recht guten Inflationszahlen zum Jahresende Rechnung trug. Von den meisten Analysten war dagegen ein Zinsanstieg um 50 Bp erwartet worden. Auch zum Jahresauftakt hat sich die Inflationsrate noch etwas weiter auf 6,9% (J/J) entspannt. Damit blieb sie aber weiterhin klar über der Zielspanne der Notenbank von 3% bis 6% (J/J). Zumindest in der Kernrate ohne Nahrungsmittel und Energie gelingt es in Südafrika jedoch, den Preisauftrieb mit im Januar unveränderten 4,9% (J/J) innerhalb der Zielspanne zu halten, was nur in den wenigsten Ländern der Fall ist. Zwar ist diese Inflationsentwicklung recht erfreulich, gleichwohl ist bei der nächsten Notenbanksitzung Ende März noch mit einem weiteren, dann vermutlich letzten Zinsschritt um 25 Bp zu rechnen. In Teilen der Politik

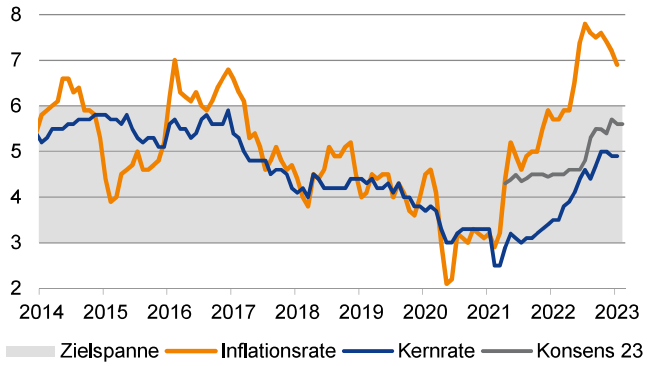
wird das hohe Zinsniveau beklagt, aber auch wenn der Leitzins auf dem höchsten Niveau seit 2009 liegt, ist die Geldpolitik zumindest gemessen am realen Leitzins (unabhängig davon, ob mit der Kernrate oder der Inflationsrate insgesamt ermittelt) noch nicht übermäßig restriktiv. Wenn Zinserhöhungen abgeschlossen sind, oder dies zumindest erkennbar wird, beginnt an den Finanzmärkten traditionell bereits die Diskussion um den Termin für eine erste Zinssenkung. Beim letzten Zinshoch 2016/2017 hatte sich die Notenbank deutlich mehr als ein Jahr Zeit gelassen, bevor sie zu einer ersten und dann auch nur sehr zögerlichen Lockerung schritt. Auch im aktuellen Zinszyklus rechnen wir auf Jahressicht noch nicht mit einer ersten Lockerung.

REALER LEITZINSNACHTEIL DER LIRA WEITERHIN FRAPPIEREND
NATIONALE REALE LEITZINSENTWICKLUNGEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PREISAUFTRIEB IN SÜDAFRIKA LÄSST LANGSAM NACH
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; South African Reserve Bank

Wenig erfreulich stellen sich die Wirtschaftsaussichten dar. Vor allem die anhaltenden Stromabschaltungen belasten. Die Notenbank schätzt, dass die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr hierdurch um 2% gedrückt wird. Insgesamt lässt sich in einem solchen Umfeld kaum eine dynamische Entwicklung erreichen, auch wenn sich die Privatwirtschaft bemüht, auf alternative Elektrizitätsquellen umzuschwenken, was ihr auch durch einige regulatorische Lockerungen erleichtert wird. Präsident Ramaphosa sah sich in seiner jüngsten Rede zur Lage der Nation veranlasst, aus diesem Grunde einen nationalen Notstand bei der Stromversorgung auszurufen. Dies ermöglicht ihm weitergehende Durchgriffsrechte und soll es erleichtern, die notwendigen Kapazitäten schneller (wieder) ans Netz zu bringen. Mit Blick auf die im kommenden Jahr anstehenden Parlamentswahlen droht dem ANC angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage ein Verlust der absoluten Mehrheit, was nach Jahrzehnten der Alleinregierung eine erhöhte politische Unsicherheit mit sich bringen würde. Der Rand muss sich mit dieser Aussicht vor allem auf die Notenbank als wichtigsten Stabilitätsfaktor verlassen.

Notstand bei der Stromerzeugung eine Bankrotterklärung der Regierung

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

China: Korrektur aufgrund politischer Verstimmung mit USA nur temporär

Anhebung der BIP-Prognose: Öffnungs-Aufschwung läuft bereits

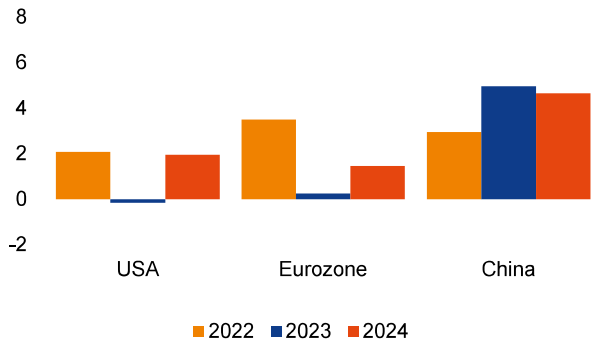
Das abrupte Ende der Null-Covid-Politik war ein gewagtes Manöver aus Peking. Während über den damit verbundenen gesundheitlichen Folgen und Infektionszahlen der politische Mantel des Schweigens liegt, scheint zumindest das ökonomische Kalkül aufzugehen. Chinas Wirtschaft sendet bereits jetzt, und somit überraschend früh, Erholungssignale. Sowohl der befürchtete Konsumeinbruch als auch der (krankheitsbedingte) Stillstand in der Industrie verlaufen offenbar vergleichsweise glimpflich. Ob sich diese Hoffnung bestätigt, werden wir abschließend erst Mitte April mit den Wachstumszahlen für das erste Quartal erfahren; schon jetzt senden die Frühindikatoren aber erbauliche Signale. Viel spricht dafür, dass der „Öffnungs-Aufschwung" bereits in vollem Gang ist. Wir heben daher unsere Wachstumsprognose erneut an und rechnen nun mit 5,0% (J/J) im laufenden Jahr. Dies ist allerdings nur ein vorgezogener Impuls, schon Ende des Jahres droht die Konjunktur wieder zurück auf ihren moderat abwärts gerichteten Trendpfad zurückzukehren und 2024 nur noch ein Wachstum von 4,7% (J/J) zu generieren.

Latentes Risiko: Verschlechterung der Beziehungen USA-China

Trotz dieser erfreulichen Wachstumsperspektiven stand der Yuan in den letzten Wochen unter Druck. Das Auspreisen der überzogenen US-Zinssenkungserwar-tungen hat dem US-Dollar eine Korrektur bis knapp 6,90 CNY ermöglicht. Auch die diplomatischen Streitigkeiten zwischen den USA und China um die Spionage- bzw. Wetter-Ballons belasten die Währung und müssen als Risikofaktor weiter im Auge behalten werden. Verglichen mit der Yuan-Euphorie vom Januar mit Kursen von unter 6,70 CNY mag dies ernüchternd klingen. Wir sehen es aber nicht als Misstrauensvotum gegenüber Chinas Währung und der „Öffnungs-Fantasie" und bleiben für den weiteren Jahresverlauf optimistisch für den Yuan gestimmt.

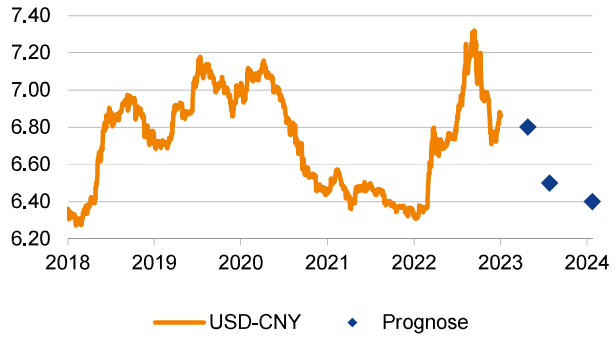
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

CHINA WIRD WIEDER ZUR WACHSTUMSLOKOMOTIVE
BIP-WACHSTUM (J/J), IN %: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

TROTZ AKTUELLEM RÜCKSCHLAG BLEIBEN WIR CNY-OPTIMISTISCH
USD-CNY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Brasilien & Mexiko: Politik beklagt hohe Zinsen

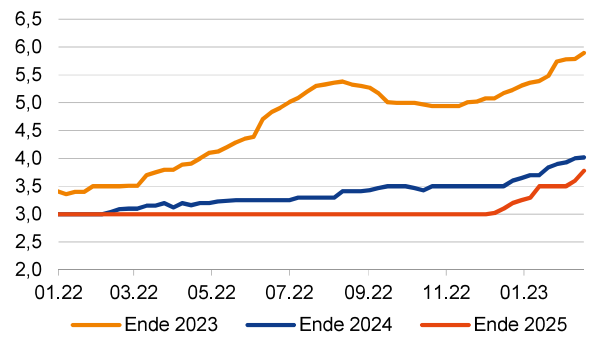
Brasiliens Regierung wünscht sich niedrigere Zinsen, die gibt es aber wohl erst zu Weihnachten

Aschermittwoch ist alles vorbei, aber wohl noch nicht die Probleme für die Banco Central do Brasil (BCB), dürfte der Druck von Seiten der Regierung auf die Notenbank, die Zinsen zu senken doch anhalten. Das hohe Leitzinsniveau war von Präsident Lula da Silva bereits seit einiger Zeit als eine Ursache für die schwache Konjunkturdynamik des Landes ausgemacht worden, und so rief er mehrfach zu Zinssenkungen auf. Unpassend für die Regierung ist hierbei die neu gewonnene Unabhängigkeit der Notenbank, die es verhinderte, dass Lula mit einer Neubesetzung der Spitze der BCB die Zinspolitik in die gewünschten Bahnen lenken konnte. Lula bezeichnete die gesetzliche Unabhängigkeit der Währungshüter als „Unsinn", bemerkte aber, dass er in seiner ersten Regierungszeit von 2003 bis 2010 der von ihm ernannten Spitze freie Hand bei der Zinssetzung gegeben hatte. Interessant dabei ist allerdings, dass sein damaliger Notenbankchef Meirelles erklärte, dass die derzeitige Politik der Währungshüter angemessen sei und die Angriffe durch die Regierung negative Folgen hätten.

Kreative Wege zu niedrigeren Zinsen für die Wirtschaft

Als Ausweg gegen hohe Zinsen bieten sich vor allem zwei Wege an. Trotz aller Unabhängigkeit ist die Notenbank dazu gehalten, ihr Inflationsziel zu erreichen. Dieses wiederum wird ihr vom Nationalen Währungsausschuss vorgegeben, in dem die Regierung in Person von Finanzminister Haddad und Planungsministerin Tebet das entscheidende Wort hat. Dritter im Ausschuss ist Notenbankchef Campos Neto. In der Sitzung kurz vor den Karnevalsfeiern behielt das Gremium die Zielvorgaben für die Inflation (3,25% für Ende 2023 und 3,0% für Ende 2024) unangetastet. Üblicherweise wird allerdings erst im Juni über dieses Thema beraten. Das Gezerre um das Inflationsziel trug dazu bei, dass die schon seit der zweiten Runde der Präsidentschaftswahl Ende Oktober letzten Jahres nach oben tendierenden Erwartungen für die Inflationsraten sich noch weiter nach oben bewegt haben. Damit wurden allerdings auch die Prognosen für den Leitzins tendenziell angehoben, so dass sich die ganze Diskussion als eher kontraproduktiv erweist. Dem Real können solche Überlegungen grundsätzlich ebenfalls nicht gefallen, auch wenn auf der anderen Seite ein in der Folge länger hoch bleibendes Zinsniveau die negative Wirkung dämpft. Der zweite Weg, um die geldpolitischen Vorgaben zu umgehen, ist das Instrument der Kreditvergabe über die staatliche Förderbank BNDES. Diese hatte sich in den letzten Jahren eher zurückgezogen und soll künftig wieder ein größeres Gewicht erlangen und über zinsgünstige Kredite für eine Wiederbelebung der heimischen Industrie sorgen, so zumindest die Absicht der Regierung. Auch dies erschwert allerdings die Arbeit der Notenbank, da Leitzinsänderungen weniger deutlich auf die Wirtschaft durchschlagen.

INFLATIONSERWARTUNGEN IN BRASILIEN ZIEHEN AN
FOCUS-UMFRAGE: ERWARTUNG FÜR INFLATIONSRATE J/J IN %



Quelle: Bloomberg

LOPEZ OBRADOR, FÜR DEN PESO EIN GUTER PRÄSIDENT
MXN JE USD; AMTSWECHSEL MEXIKANISCHER PRÄSIDENTEN

Quelle: Bloomberg; DZ-BANK Research

Banco de México beweist Eigenständigkeit

In den letzten Monaten hatten die Vertreter der Banco de México immer wieder die Eigenständigkeit der mexikanischen Geldpolitik gegenüber der Politik der US-Notenbank betont. Nachdem sie im letzten Jahr bei sechs Sitzungen exakt den Vorgaben der Fed gefolgt war, waren diesbezüglich jedoch Zweifel aufgekommen. Dass die Notenbanker diese Eigenständigkeit bei ihrer ersten Sitzung des Jahres für eine mit 50 Bp gegenüber den 25 Bp der Fed größere Zinserhöhung nutzten, war aber dann doch eine Überraschung. Angesichts des deutlich höheren Zinsniveaus hatte man doch eher damit gerechnet, dass die Zinsen in Mexiko künftig langsamer als im Norden steigen könnten. Zudem deuteten die mexikanischen Währungshüter für ihre nächste Sitzung im März eine weitere Straffung, mit einer dann allerdings kleineren Erhöhung, an. Damit machen sie sich bei der Regierung jedoch keine Freunde. Präsident Lopez Obrador hatte zuletzt mehrfach das hohe Zinsniveau beklagt, dabei aber immer wieder auch betont, dass er die Unabhängigkeit der Notenbank respektiere. Einige seiner Parteifreunde zeigten sich hier allerdings weniger zurückhaltend. Eine wichtige Folge der straffen Geldpolitik war jedoch die starke Entwicklung des Peso in den letzten Monaten. Auch wenn Lopez Obrador ansonsten wenig auf die Meinung der Finanzmärkte gibt, ist die Stärke der Währung seit seinem Amtsantritt im Dezember 2018, als für einen Dollar noch mehr als 20 Peso bezahlt werden mussten (aktuell: 18,3 MXN), ein wichtiges Argument, um sich von seinen eher marktwirtschaftlich orientierten Vorgängern abzugrenzen. Diese hatten in ihren jeweiligen Amtszeiten zum Teil deutliche Abwertungen des Peso hinnehmen müssen. Noch hat Lopez Obrador aber gut 1½ Jahre seiner Amtszeit vor sich, so dass hier das letzte Wort noch nicht gesprochen ist. Gewisse Unsicherheiten über die künftige Politik sollten auf Jahressicht und damit im Vorfeld der im Juli 2024 anstehenden Wahlen aufkommen, was dann zumindest auch moderat auf den Peso drücken dürfte. Verfassungsgemäß darf ein Amtsinhaber in Mexiko nicht wiedergewählt werden, so dass das Rennen um die Nachfolge bereits entbrannt ist.

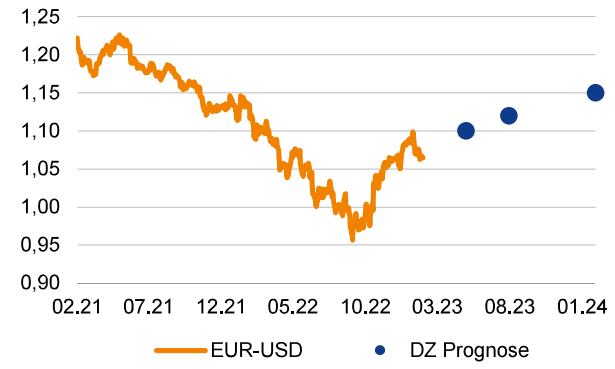
Erste Zinssenkung noch ein gehöriges Stück in der Zukunft

Finanzmärkte schauen in die Zukunft und auch wenn der Zinserhöhungskurs wohl weder in den USA noch in Mexiko beendet ist, geht es schon darum, wer zuerst mit den Lockerungen beginnt. Sollten sich die Inflationsraten in beiden Ländern zumindest annähernd entsprechend der derzeitigen Prognosen entspannen, hätte Mexiko einen deutlich größeren Zinssenkungsspielraum, der zwar erst im Laufe des kommenden Jahres genutzt werden dürfte, aber bereits im Vorfeld etwas von der Peso-Stärke abschmelzen lassen sollte.

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

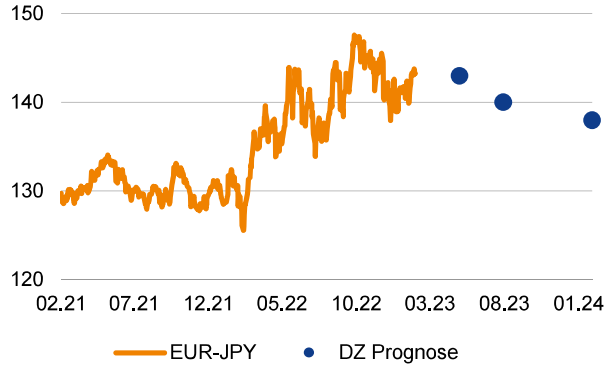
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



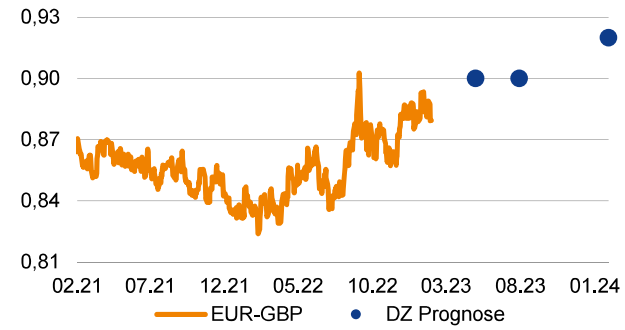
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



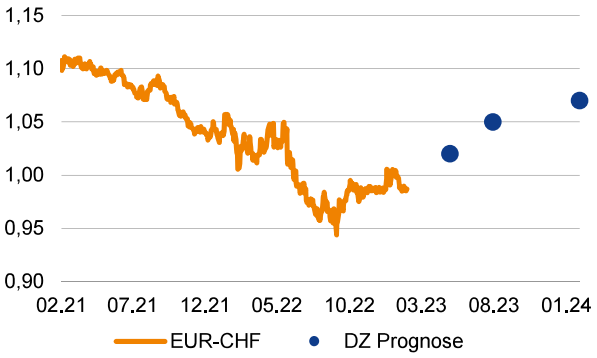
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



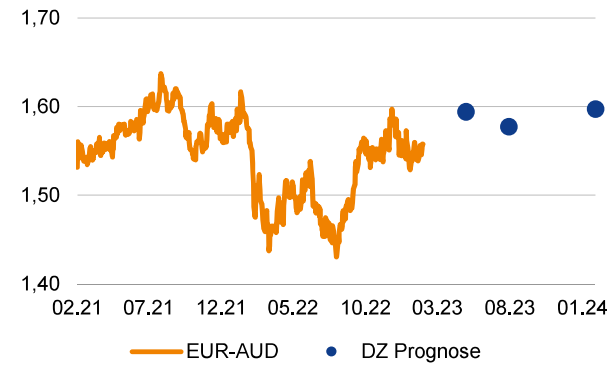
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



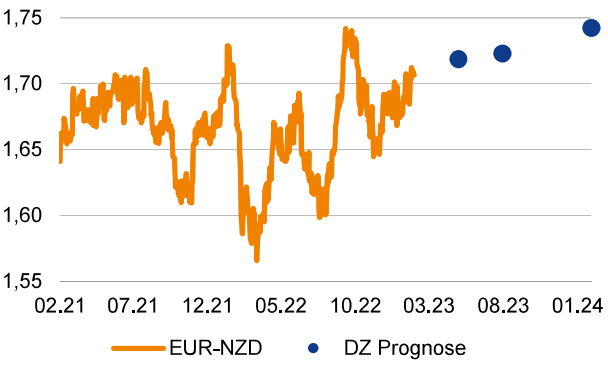
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



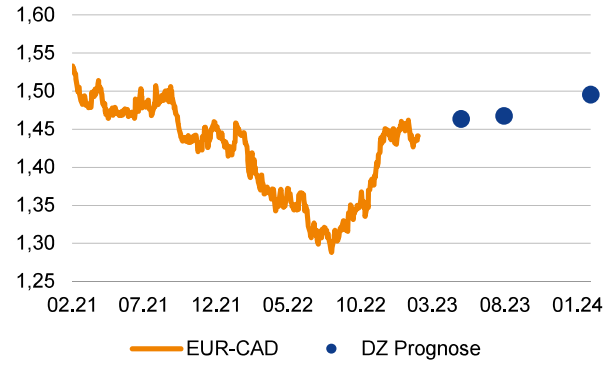
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



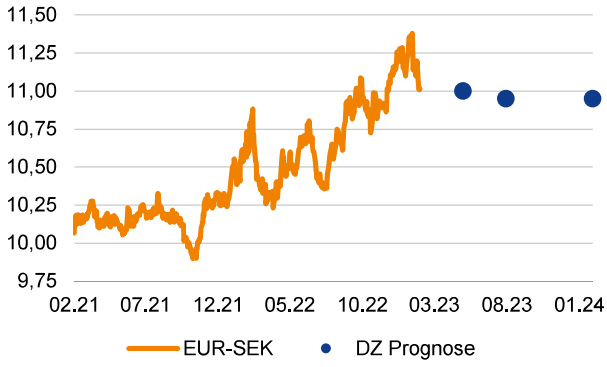
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



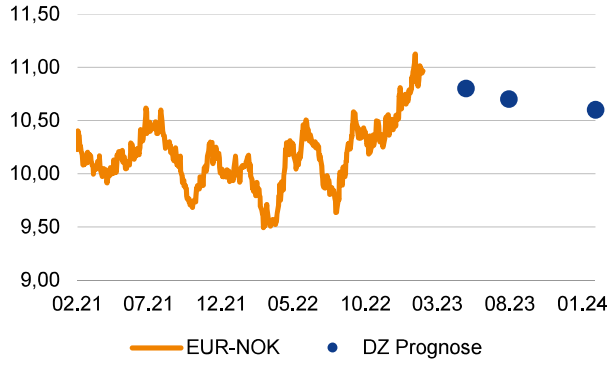
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



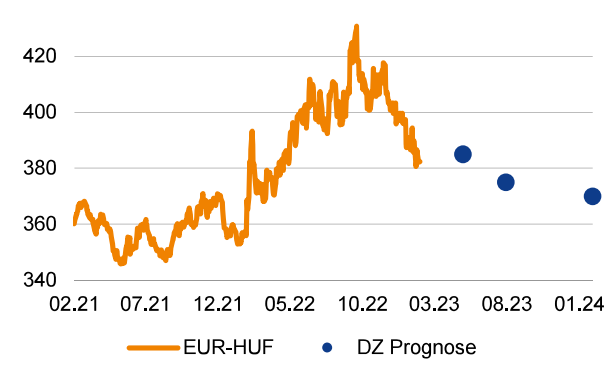
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



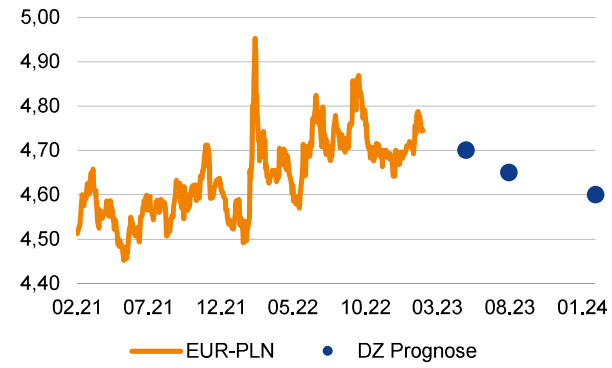
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



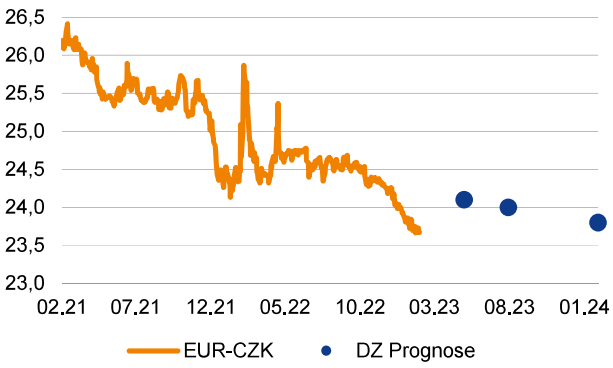
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



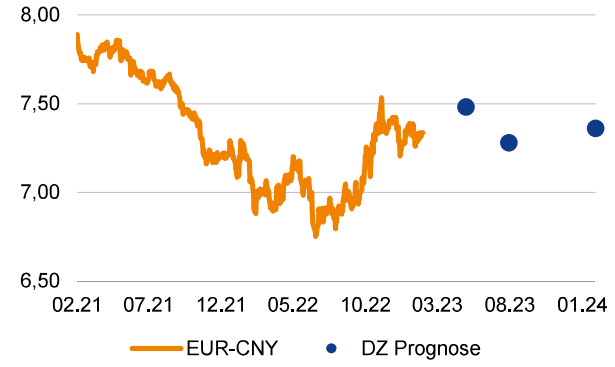
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



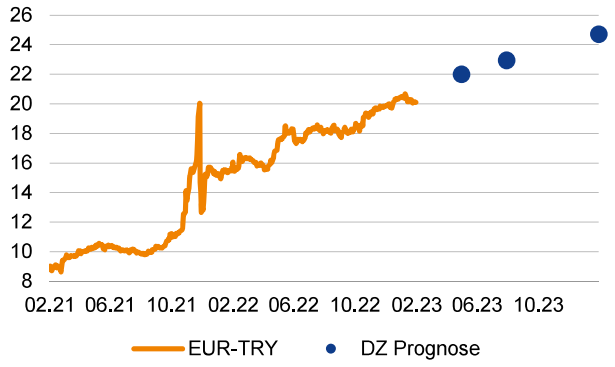
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



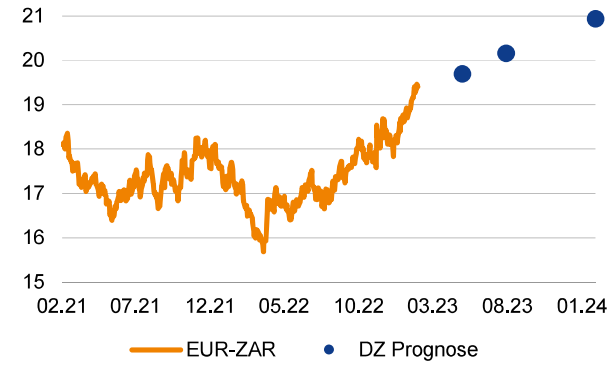
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



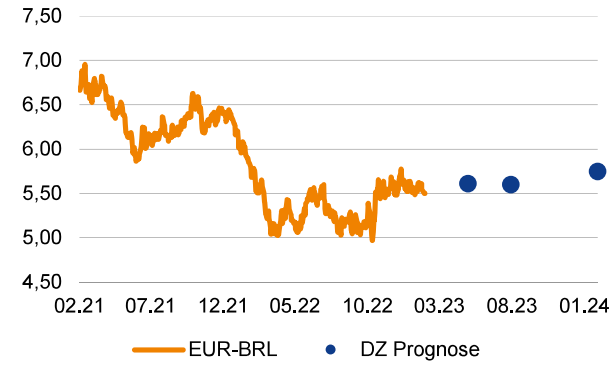
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



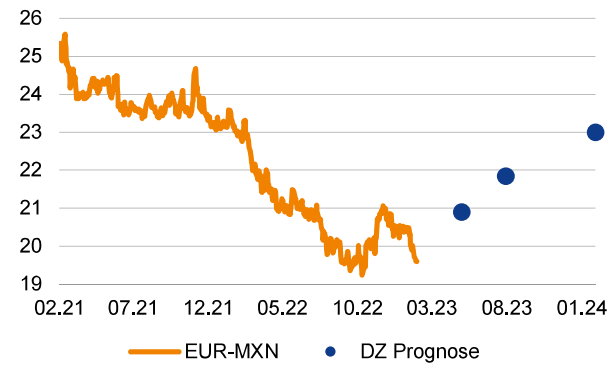
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

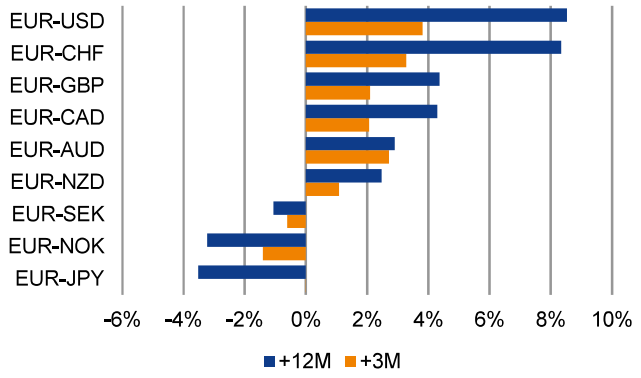
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

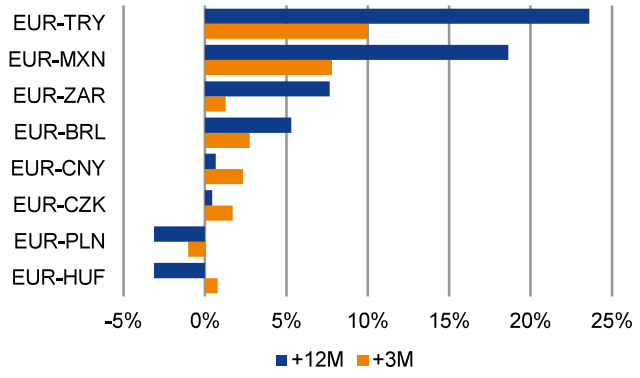
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0603	1.10	1.12	1.15
EUR/GBP	0.8802	0.90	0.90	0.92
EUR/JPY	143.12	143	140	138
EUR/CHF	0.9876	1.02	1.05	1.07
EUR/AUD	1.5589	1.59	1.58	1.60
EUR/NZD	1.7049	1.72	1.72	1.74
EUR/CAD	1.4367	1.46	1.47	1.50
EUR/NOK	10.98	10.80	10.70	10.60
EUR/SEK	11.06	11.0	11.0	11.0
EUR/PLN	4.7517	4.70	4.65	4.60
EUR/CZK	23.69	24.1	24.0	23.8
EUR/HUF	381.6	385	375	370
EUR/TRY	20.02	22.0	23.0	24.7
EUR/ZAR	19.34	19.7	20.2	20.9
EUR/CNY	7.3327	7.48	7.28	7.36
EUR/BRL	5.4634	5.61	5.60	5.75
EUR/MXN	19.46	20.9	21.8	23.0

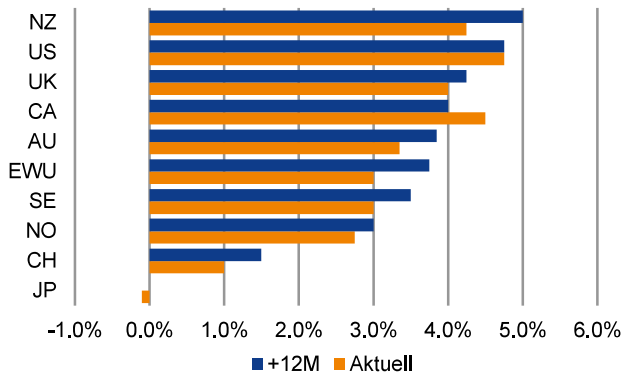
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0603	1.10	1.12	1.15
GBP/USD	1.2046	1.22	1.24	1.25
USD/JPY	134.98	130	125	120
USD/CHF	0.9314	0.93	0.94	0.93
AUD/USD	0.6802	0.69	0.71	0.72
NZD/USD	0.6219	0.64	0.65	0.66
USD/CAD	1.3549	1.33	1.31	1.30
USD/NOK	10.36	9.82	9.55	9.22
USD/SEK	10.43	10.0	9.8	9.5
USD/PLN	4.4814	4.27	4.15	4.00
USD/CZK	22.35	21.9	21.4	20.7
USD/HUF	359.9	350	335	322
USD/TRY	18.88	20.0	20.5	21.5
USD/ZAR	18.24	17.9	18.0	18.2
USD/CNY	6.9156	6.80	6.50	6.40
USD/BRL	5.1527	5.10	5.00	5.00
USD/MXN	18.35	19.0	19.5	20.0

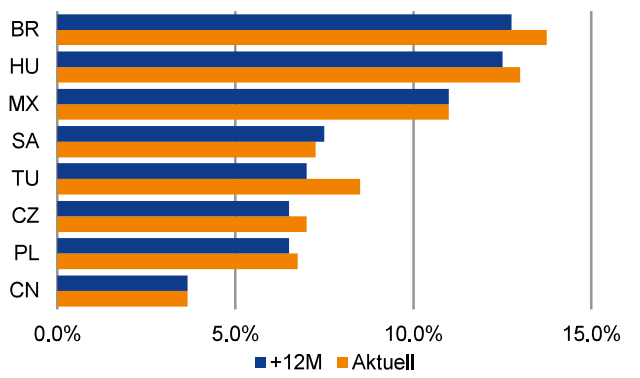
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	0,2	1,5	0,9	0,1	0,1	0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,2	3,0	8,1	6,6	5,5	4,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,6	-2,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,1	1,7	2,1				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	-0,2	2,0	0,5	0,1	-0,5	-0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,8	3,0	6,1	4,8	3,9	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,8	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,0	-2,9				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	0,7	1,3	1,5	0,5	1,0	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2	0,8	2,8	2,2	1,9	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,1	-5,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	1,9	1,9				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,0	-0,7	1,0	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	7,1	2,7	9,8	7,6	6,7	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,2	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,5	-4,4	-3,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	-0,4	2,2	-0,8	-0,6	-0,5	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	2,3	1,4	2,9	2,0	1,8	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	0,1	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,2	6,4	6,3				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	1,9	2,0	2,4	1,9	1,6	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	6,6	5,8	2,9	7,0	6,3	5,5	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,7	-1,9	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,1	-0,7	-2,4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	1,5	2,0	3,0	1,5	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	5,2	2,0	7,3	6,3	4,5	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-1,7	-1,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-7,4	-4,5	-3,3				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	-1,0	2,1	0,2	-1,1	-2,0	-0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	6,8	3,8	3,0	5,1	3,2	3,4	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,9	-3,5	-3,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-1,6	-1,4				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	-0,4	2,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,3	5,6	1,5	10,3	6,9	4,0	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	-1,8	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,1	2,9	3,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	2,0	1,4	3,5	2,4	1,1	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	6,0	4,7	1,0	7,0	5,4	4,0	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	24,5	11,1	5,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	29,1	32,8	24,9				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	-0,9	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	14,6	19,8	6,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,8	-4,5	-3,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-7,5	-6,3	-3,5
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,8	-0,6	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	13,6	6,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-5,0	-3,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,6	-3,5	-2,1
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	-0,7	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	6,2	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,3	-2,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-7,0	-5,9	-1,7
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	1,7	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	72,3	37,0	19,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-3,5	-2,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,1	-3,2	-2,8
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	1,0	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	6,0	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,2	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	1,1	-0,1
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	5,0	4,7
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	2,3	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-9,4	-7,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,0	0,9	1,4
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	0,9	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	4,8	4,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-6,7	-6,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,5	-2,2	-3,0
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	0,6	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,6	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,8	-3,1	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-0,8	-0,8

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 7447 - 01
Telefax: + 49 69 7447 - 1685
Homepage: www.dzbank.de
E-Mail: mail@dzbank.de
Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Michael Speth, Thomas Ullrich
Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens
Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651
Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.
Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491
Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE
Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2023
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu** Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de** Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv", welche als „unattraktiv" und welche als „neutral" einzustufen sind.
"**Attraktiv**" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
"**Unattraktiv**" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
"**Neutral**" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und **ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.
Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht** begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten", „Untergewichten" und „Neutral gewichten" verwendet.

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

„**Pfeil nach oben** (🡅)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

"**Pfeil nach unten** (🡇)" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

"**Pfeil nach rechts** (🡆)" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten 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. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben.**

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚***Finanzanalyse***' bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚***Sonstige Research-Information***' bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, 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 Unterneh-

men 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 Wertpapiernebendienstleistungen.
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 stills8chweigend 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 / Sustainalytics
Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem EESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des EESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten EESG-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.

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