



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Geldpolitisch bleibt es auf breiter Front interessant

Auch zu Beginn des zweiten Quartals wird devisenmarktseitig jede Inflationszahl akribisch analysiert und unter die Lupe genommen. Geldpolitische Entwarnung kann diesbezüglich allerdings weder in den Industrie- noch in den Schwellenländern gegeben werden. Denn wenngleich in den Gesamtraten eine erste Entspannung sichtbar wird, so halten sich die entsprechenden Kernraten auf breiter Front weiter hartnäckig auf zu hohen Niveaus. Hieran sollte sich auch in den kommenden Wochen wenig ändern, so dass die weitere geldpolitische Gangart der nationalen Notenbanken weiterhin im Fokus der von uns gecoverten Währungen stehen sollte. Dass die geldpolitischen Reifegrade in den einzelnen Ländern zum Teil deutlich variieren, wird nicht nur beim Vergleich zwischen Schwellen- und Industrieländern deutlich. Auch zwischen den marktseitigen Erwartungen die weitere Zinspolitik der EZB und der Fed betreffend, gibt es derzeit merkbare Unterschiede, die sich auch in Euro-Dollar entsprechend niedergeschlagen. So wird allgemein davon ausgegangen, dass die EZB die geldpolitischen Zügel in nächster Zeit noch weiter straffen muss, während die Fed ihre Arbeit im Erhöhungszyklus im Großen und Ganzen erledigt haben sollte und die Leitzinsen im Herbst bereits wieder senken dürfte. Eine Einschätzung, die wir angesichts der Kernratenentwicklung sowie des sich nach wie vor als äußerst solide erweisenden US-Arbeitsmarkts allerdings nicht teilen.

Das Thema Leitzinssenkungen ist jedoch nicht nur mit Blick auf die Fed aufgekommen. Vielmehr haben sich zuletzt u.a. die Zentralbanken Brasiliens sowie Tschechiens gegen entsprechende Lockerungserwartungen positioniert und ihren restriktiven geldpolitischen Kurs bekräftigt. Angesichts der eingetrübten konjunkturellen Aussichten hat allerdings in manchen EM-Ländern der Unmut seitens der Politik über die anhaltend hohen Leitzinsniveaus merklich zugenommen. Unserer Ansicht nach wären die dortigen Währungshüter jedoch gut beraten, ungeachtet des politischen Drucks ihren aktuellen Kurs noch beizubehalten. So führt uns das Beispiel der türkischen Lira deutlich vor Augen, was es für eine Währung bedeuten kann, wenn die Reputation einer Zentralbank infolge politischer Einflussnahme verloren geht. In diesem Zusammenhang verdienen die am 14. Mai in der Türkei anstehenden Präsidentschafts- und Parlamentswahlen Aufmerksamkeit, würde doch ein politischer Machtwechsel für die Lira u.a. mit der Hoffnung auf eine weniger politisch dominierte Geldpolitik einhergehen.

Nicht weniger als ein geldpolitischer Zeitenwandel steht zudem mit der Ende April erstmals unter der Ägide des neuen BoJ-Chefs Ueda stattfindenden Zinssitzung in Japan an. Dieser zeigt sich deutlich offener als sein Vorgänger Kuroda für mögliche geldpolitischen Anpassungen. Und last but not least sei an dieser Stelle noch auf die Schweizer Nationalbank hingewiesen, die gewohnte Pfade verlassen hat und mit ihren FX-Interventionen von Q4 ein neues geldpolitisches Kapitel aufgeschlagen hat.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
20.4.2023 09:44 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Geldpolitischer „High Noon“: EZB vs. Fed	2
USA: Rezession, Stagflation...oder doch Goldilocks?	3
Japan: Die erste BoJ-Sitzung der Ära Ueda	4
Großbritannien: Bank of England hat wenig Handlungsspielraum	6
Schweiz: SNB hinterlässt währungspolitische Spuren	7
Australien & Neuseeland: RBA pausiert, RBNZ strafft weiter	8
Kanada: Bank of Canada dürfte Zinsniveau für viele Monate aufrecht halten	9
Skandinavien: Notenbanken bleiben auf dem Bremspedal	10
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Geldpolitik als wichtiger Impulsgeber	13
Türkei & Südafrika: Zwei Inflationswelten	14
China: Wirtschaft nimmt wieder Fahrt auf, die Tücken liegen im Detail	15
Brasilien & Mexiko: Hohe Leitzinsen bleiben Lateinamerika noch erhalten	16
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Geldpolitischer „High Noon“: EZB vs. Fed

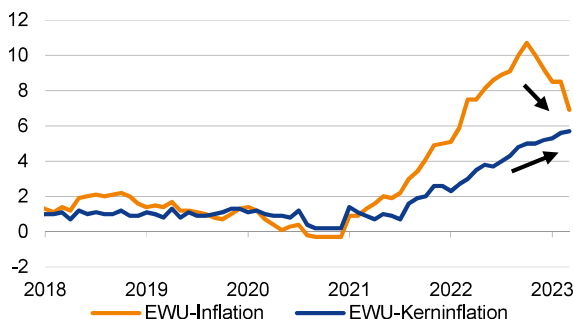
Seit Anfang des Monats ist es dem Euro gelungen, gegenüber fast allen anderen G10-Währungen (mit Ausnahme des Schweizer Franken und der schwedischen Krone) an Wert zuzulegen. Damit konnte er die Verluste, die er im Zuge der Bankenturbulenzen erlitten hatte, komplett ausgleichen. Gegenüber dem USD gelang der Gemeinschaftswährung zuletzt sogar der Sprung über die Marke von 1,10 USD – wenngleich bislang noch nicht nachhaltig. Insgesamt lässt sich aber sicherlich feststellen, dass der Euro derzeit auf soliden Füßen steht.

Dies liegt zum einen daran, dass die wirtschaftlichen Perspektiven aktuell sehr robust sind (die Sorge, dass die Bankenturbulenzen längerfristige Auswirkungen haben könnten, haben sich zumindest mit Blick auf die Eurozone schnell wieder gelegt). Zum anderen erscheint auch der geldpolitische Pfad der EZB vergleichsweise klar vorgezeichnet. Aktuell geht der Markt davon aus, dass die EZB ihren Leitzins um weitere 75 Basispunkte anheben wird, was sich mit unserer eigenen Prognose deckt. Hier und da tauchen erste, zaghafte Zinssenkungsfantasien für Ende 2023/Anfang 2024 auf, diese haben jedoch bislang wenig Auswirkungen auf das Renditeniveau oder die Währung.

Euro zeigt sich solide - wenngleich nicht euphorisch

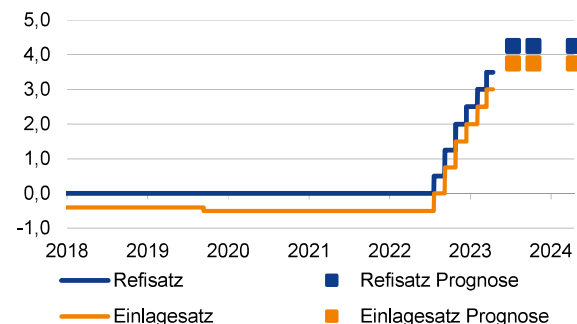
EZB-Leitzinspfad erscheint klar vorgezeichnet

EWU-KERNINFLATION ERWEIST SICH ALS HARTNÄCKIG
IN PROZENT (J/J)



Quelle: Bloomberg

EZB STEMMT SICH GEGEN DIE INFLATION, WEITERE 75 BP IN DER PIPELINE
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der Fokus wird in den kommenden Wochen klar auf den anstehenden großen Zentralbankenentscheidungen liegen: die Fed kommt am 3. Mai zusammen, die EZB einen Tag später. Von beiden Zentralbanken wird derzeit eine Anhebung der jeweiligen Leitzinsen um 25 Basispunkte erwartet. Interessanter (und damit auch marktrelevanter) wird sicherlich der Tenor der Pressekonferenzen. Die EZB hat eindeutig noch Wegstrecke vor sich und dürfte hieran auch keine Zweifel lassen. Die Inflationsrate in der Eurozone ist weiterhin zu hoch, die Kernrate besorgniserregend und die Lohnentwicklung an einem kritischen Punkt. Wenngleich wir also davon ausgehen, dass die Tauben im Rat dafür sorgen sollten, dass es dieses Mal „nur“ 25 Basispunkte werden, wird das hawkische Signal der Falken im Vordergrund stehen.

Etwas anders verhält es sich in den USA, denn die Fed nähert sich nun bereits dem Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus. Tatsächlich gehen wir in unserer offiziellen Zinsprognose noch davon aus, dass die Fed den Höhepunkt der Leitzinsen bereits erreicht hat. Die jüngsten Daten aus den USA dürften die Mitglieder des FOMC je-

Weitere 75 Basispunkte an Zinserhöhungen voraus

Der Ausblick für die Fed ist weniger eindeutig...

doch davon überzeugt haben, dass ein abschließender Zinsschritt notwendig ist, insbesondere mit Blick auf die Entwicklung der Inflationserwartungen. Insofern kann es sich die Fed im Mai auch eigentlich nicht erlauben, bereits einen offiziellen Schlusstrich zu ziehen. Zumindest verbal müssen sie wohl die Tür für höhere Leitzinsen offen halten und vor allem erneut deutlich machen, dass das Leitzinsniveau über längere Zeit hinweg hoch bleiben muss. Der USD könnte hiervon durchaus profitieren, da der Markt derzeit mit Zinssenkungen ab dem Herbst rechnet.

...und bietet daher mehr Überraschungspotenzial

Eine (wie erwartet) hawkische EZB und eine hawkischer als erwartete Fed könnten EUR-USD in Kombination kurzfristig also durchaus unter Druck setzen und das Währungspaar zunächst wieder in der Region unter 1,10 USD verharren lassen. Dies ändert indes nichts an unserer 12M-Prognose von 1,15 USD. Denn wenngleich wir nicht davon ausgehen, dass die Fed bereits im Herbst beginnen kann, die Leitzinsen zu senken, so sollte ein erster dementsprechender Schritt spätestens Anfang 2024 erfolgen. Deutlich früher als in der Eurozone, wo aktuell noch nicht absehbar ist, wann die EZB diesen Schritt unternimmt.

Fed und EZB haben das Potenzial, EUR-USD kurzfristig unter Druck zu setzen, unsere 12M-Prognose von 1,15 USD bleibt davon unberührt

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

USA: Rezession, Stagflation...oder doch Goldilocks?

Ende 2022 hatten wir in unserem Jahresausblick 2023 die Hoffnung formuliert, dass in diesem Jahr endlich wieder etwas Ruhe einkehren würde. Die Grafik links unten zeigt eindrucksvoll, dass dies (zumindest bislang) nicht eingetreten ist. Die extremen Schwankungen der 2J-Rendite amerikanischer Staatsanleihen, die wir in den vergangenen vier Monaten erlebt haben, suchen sogar unter Einbeziehung der Finanzmarktkrise 2008 ihresgleichen. Dies allein auf die Turbulenzen um die Silicon Valley Bank (SVB) zurückzuführen ist verlockend, wäre jedoch fehlgeleitet. Denn wenngleich die Unruhen im Bankensektor im März fraglos zu einem kurzfristigen und massiven Anstieg der Risikoaversion geführt hatten, liegen die Gründe für die aktuelle Unsicherheit tiefer.

Volatilität bestimmt weiterhin das Geschehen

Denn die Frage, die Investoren derzeit vor allem beschäftigt, ist wie es in den kommenden Monaten wirtschaftlich weitergeht. Bereits seit dem vergangenen Herbst wird darüber diskutiert, ob und wann es in den USA zu einer Rezession kommt. War diese zunächst für den Winter 2022/23 avisiert, konnten die Wirtschaftsdaten jedoch immer wieder positiv überraschen. Insbesondere der äußerst solide Arbeitsmarkt sticht hervor. Die Rezessionsprognosen wurden dementsprechend wiederholt verschoben – mittlerweile von Anfang auf Herbst/Winter 2023. Doch nicht nur der Zeitpunkt der Rezession ist unklar, sondern auch die Tiefe des zu erwartenden wirtschaftlichen Einbruchs bleibt mit Fragezeichen behaftet. Aktuell geht der Konsens sogar nur noch von einem Quartal negativen Wachstums aus (Q3 2023) – und erwartet somit eigentlich auch keine echte Rezession mehr. Zwar ist nicht zu bestreiten, dass das hohe Leitzinsniveau und auch die Verschärfung der Kreditkonditionen (im Nachgang von SVB) ihre Wirkung zeigen. Wie groß diese sein wird, ist aktuell jedoch sehr umstritten.

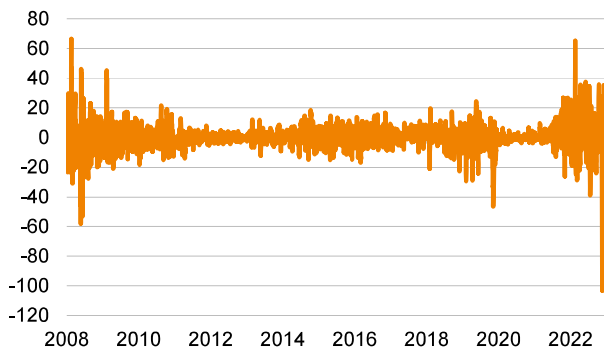
Der Ausblick für die US-Wirtschaft ist aktuell mit großen Unsicherheiten behaftet...

Auch was den Inflationsausblick betrifft schwankt der Markt zwischen Hoffen und Bangen. Wurde das zunächst schnelle Abschmelzen der Gesamtrate vor einigen Monaten noch gefeiert, überwiegen derzeit die Sorgen, dass sich die Kernrate als hartnäckiger erweisen könnte. Zuletzt liest man nun sogar vermehrt von der Mög-

...ebenso wie der Ausblick für die Entwicklung der Inflationsrate

lichkeit, dass den USA eine Stagflation, also eine Kombination aus stagnierendem Wachstum und hoher Inflation, bevorsteht.

US-RENDITEN ZEIGEN WEITERHIN EXTREME VOLATILITÄT
5T-SCHWANKUNGEN DER 2J-RENDITE (IN BASISPUNKTEN)



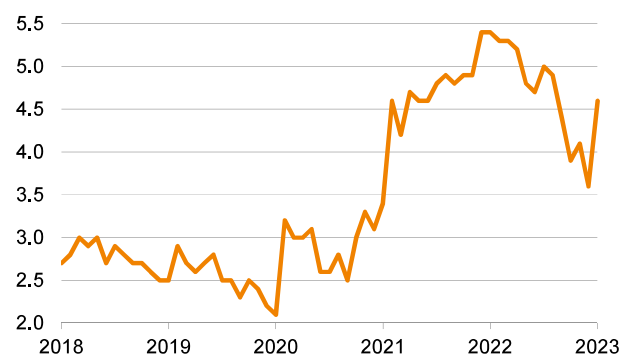
Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund ist es kaum verwunderlich, dass die Markterwartungen bzgl. des geldpolitischen Pfades der Fed ebenfalls stark schwanken. Zeitweise war von einer Terminal Rate von 6% die Rede, kurz danach preiste der Markt dann Zinssenkungen bis auf 3,80% Anfang 2024 ein. Dies hinterlässt Spuren am Staatsanleihemarkt – und beim US-Dollar. Der Index war im Zeitraum Oktober 2022 bis Februar 2023 deutlich von 114 Punkten auf ein Tief knapp über 100 Zähler gefallen, konnte sich dann erholen, bevor die Reise wieder gen Süden ging. Dieses Muster werden wir wohl auch in den kommenden Wochen und Monaten sehen. Denn die großen Fragezeichen bzgl. des wirtschaftlichen Ausblicks und der Inflationsentwicklung werden kaum verschwinden. Stattdessen wird sich der Markt weiterhin von Datenveröffentlichung zu Datenveröffentlichung hangeln. Und dabei wohl leider auch weiterhin zu den Überreaktionen, die wir in den vergangenen Wochen immer wieder erlebt haben, tendieren.

Mit Blick auf die kommenden Wochen wird nun klar die nächste Fed-Sitzung am 3. Mai im Fokus stehen. Angesichts der aktuellen Datenlage und vor allem aufgrund der Tatsache, dass die jüngsten Daten zu den Inflationserwartungen höher ausgefallen sind als erwartet, ist nun wohl damit zu rechnen, dass die Fed ihren Leitzins erneut um 25 Basispunkte anheben wird. Und nicht nur das: mit dem Ziel einen weiteren Anstieg der Inflationserwartungen zu verhindern, dürfte sich die Fed in ihren Äußerungen vergleichsweise hawkish geben. Eine dadurch getriebene, weitere Anpassung der Leitzinserwartungen im Markt (mehr Zinserhöhungen auf kurze Sicht und/oder ein Auspreisen von Zinssenkungen auf mittelfristige Sicht), dürfte auch dem Dollar zumindest zwischenzeitlich immer wieder stützend unter die Arme greifen.

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

US-INFLATIONSERWARTUNGEN STEIGEN ERNEUT AN
1J-INFLATIONSERWARTUNGEN (U-MICHIGAN, IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

Der Markt findet keine klare Linie für die Fed

Eine zunächst weiterhin hawkische Fed sollte den Dollar kurzfristig stützen

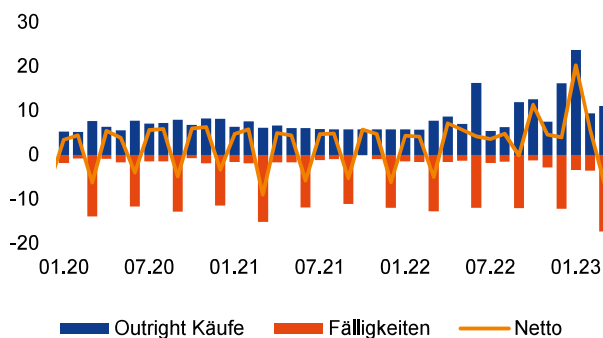
Japan: Die erste BoJ-Sitzung der Ära Ueda

Dass der Showdown zwischen EZB und Fed derzeit weltweit die Schlagzeilen beherrscht, hat es der Bank von Japan ermöglicht, sich etwas aus dem Rampenlicht zurückzuziehen, was dem neuen BoJ-Chef Ueda nur recht sein dürfte. Auf ihn wartet bekanntlich die Sisyphos-Aufgabe, eine Normalisierung der Geldpolitik einzuleiten,

Die Sisyphos-Aufgabe von BoJ-Chef Ueda

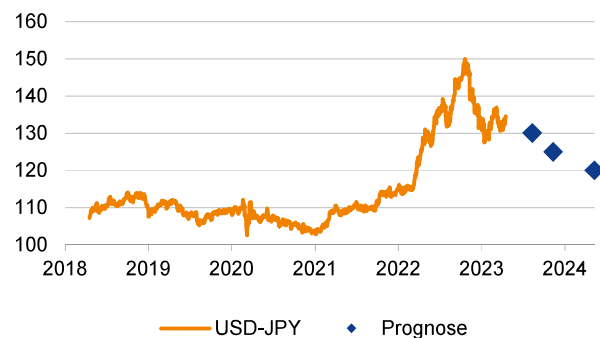
ohne dass der Markt ihm dabei mit frühzeitigen Spekulationen zuvorkommt. Eigentlich gelten Transparenz und offene Kommunikation mit der Öffentlichkeit zu den wichtigsten Kriterien guter Geldpolitik. Die BoJ muss dagegen alles daransetzen, ihren nächsten großen Schritt zu einer Überraschung zu machen. Wir denken hier insbesondere an eine Anpassung der YCC-Politik zur Zinskurvensteuerung (Yield Curve Control). Sobald die Marktteure glauben, dass eine Anhebung des Zinsziels oder gar ein Ende der YCC-Politik bevorstehen könnte, würden sie die aktuelle Obergrenze bei 0,50% für zehnjährige JGBs angreifen. Die Notenbank wäre gezwungen, mit massiven Anleihekäufen gegenzusteuern, um einen vorzeitigen Renditeanstieg zu verhindern, der den aktuell gültigen geldpolitischen Rahmenbedingungen widerspräche. Anfang des Jahres stand das JGB-Ziel bereits unter Beschuss; die BoJ musste im Januar Anleihen im Rekordvolumen von 23,7 Bio JPY erwerben. Die damit verbundene Liquiditätsflut steht im offenkundigen Widerspruch zum Wunsch nach einem Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik. Zuletzt ist dieser Druck wieder zurückgegangen, und die JGB-Käufe der BoJ lagen im März „nur“ noch bei 11,1 Bio JPY. Eine wesentliche Rolle dürften dabei die Beteuerungen des neuen Notenbankgouverneurs gespielt haben, wonach er keine schnelle Anpassung der Politik plane.

BOJ VERTEIDIGT ZINSZIEL VEHEMENT
MONATLICHE JGB-KÄUFE DER BOJ, IN BIO JPY



Quelle: BoJ

BOJ-WENDE TRIFFT AUF US-ZINSSENKUNG
USD-JPY UND PROGNOSE



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

In diesem Zusammenhang sticht die BoJ-Sitzung am 27./28. April ins Auge, die die erste der Ära Ueda sein wird. Wir rechnen zu diesem Termin noch nicht mit einer geldpolitischen Wende, auch wenn eine gezielte Überraschung durch die BoJ nicht kategorisch ausgeschlossen werden kann. Zunächst sollte es aber „nur“ bei einer durchgreifenden Änderung des Preisausblicks bleiben, der bislang noch immer auf der Annahme einer nur vorübergehend erhöhten Inflation beharrt. Je deutlicher die CPI-Projektionen für die kommenden Fiskaljahre angehoben werden, desto stärker dürfte der Yen darauf mit Kursgewinnen reagieren. Wie stark das geldpolitische Pendel bei besagtem BoJ-Treffen bereits in Richtung neuer Pfade ausgeschlagen haben wird, erfahren wir dann am 11. Mai durch die Veröffentlichung der „Summary of Opinions“, einer Kurzfassung des Sitzungsprotokolls, das der Yen sehr aufmerksam auf mögliche Impulse hin lesen sollte. Je weiter der Prognosezeitraum voranschreitet, desto deutlicher wird Japans Währung ihren geldpolitischen Joker ausspielen können. Besonders auffällig dürfte die Entwicklung in USD-JPY ausfallen, wo die geldpolitischen Normalisierungs-Bestrebungen der BoJ auf Zinssenkungen der US-Notenbank treffen und USD-JPY bis 120 JPY drücken könnten (+12M).

BoJ-Sitzung am 27./28. April

Großbritannien: Bank of England hat wenig Handlungsspielraum

Die britische Wirtschaft dümpelt seit über einem halben Jahr vor sich hin und die Jahreswachstumsrate hat sich von 10,6% in Q1 2022 auf 0,6% in Q4 verlangsamt. Für das Gesamtjahr 2023 rechnet die DZ BANK mit einer leichten Rezession (-0,5%). Die Konjunktur leidet außerdem unter den umfangreichen Streiks im öffentlichen und staatsnahen Sektor. Obwohl Stimmen laut wurden, die einen direkten Vergleich mit der Situation der britischen Wirtschaft in den 1970er Jahren zogen, ist die Lage aber nicht so dramatisch. Neben den Arbeitskämpfen in der Industrie stellt die Inflation nach wie vor ein enormes Konjunkturproblem dar. Trotz einer deutlich strafferen Geldpolitik im Jahr 2022 ist die jährliche Inflationsrate lediglich von ihrem Höchststand von 11,1% im Oktober auf (nur) 10,1% im März 2023 gesunken. Auch die Kernrate hat sich kaum verändert. Angesichts der nach wie vor angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt (die Arbeitslosenquote lag im Februar bei 3,8% und die durchschnittlichen Wochenlöhne stiegen um deutlich über 5%) hat die Bank of England allen Grund zur Sorge. Das Risiko, dass sich die Inflation verfestigt, ist nicht zu vernachlässigen.

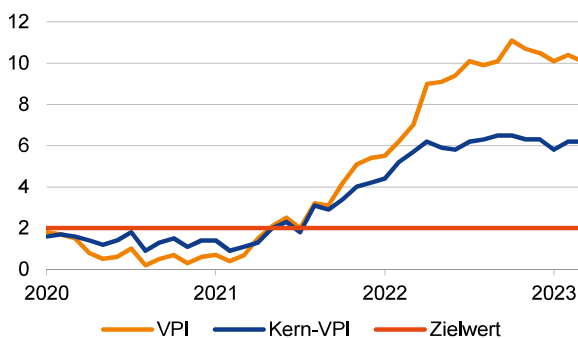
Daher ist davon auszugehen, dass der Geldpolitische Ausschuss (MPC) auf seiner Mai-Sitzung eine weitere Zinsanhebung um 25 Basispunkte beschließen wird. Der Sterling-Geldmarkt rechnet sogar mit hoher Wahrscheinlichkeit mit weiteren Strafungen bis auf 5% im Frühherbst. Selbst wenn der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen ist, scheint es sehr wahrscheinlich, dass der MPC weiterhin Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben will, indem er die Geldpolitik über viele Monate hinweg restriktiv hält.

Die Wirtschaft ist alles andere als gesund

Das Inflationsproblem schwächt sich kaum ab

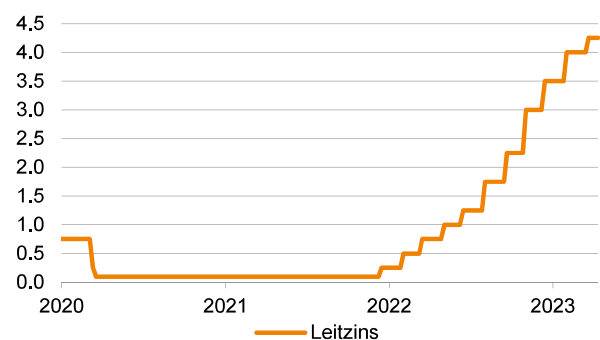
Weitere Anhebung um 25 Basispunkte durch den MPC im Mai erwartet

DIE INFLATION ERWEIST SICH ALS HARTNÄCKIG, WENNGLEICH FÜR 2023 EIN DEUTLICHER RÜCKGANG ERWARTET WIRD
BRITISCHE INFLATIONSZAHLEN IN PROZENT, J/J



Quelle: Bloomberg

LEITZINSERHÖHUNGSZYKLUS NAHE SEINEM HOCHPUNKT; ANHALTEND RESTRIKTIVE GELDPOLITIK ERWARTET
BRITISCHE LEITZINSENTWICKLUNG IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

Die Aussichten für das Pfund sind angesichts der geldpolitischen Entwicklung sowohl in den USA als auch in der Eurozone weiterhin unklar. Die Tatsache, dass es keine nennenswerte negative Reaktion auf die Streikwelle im öffentlichen Dienst gab, dürfte sowohl in der Threadneedle Street als auch in der Downing Street für Erleichterung gesorgt haben. Wie dem auch sei, die Fundamentaldaten der Eurozone werden insgesamt als besser eingeschätzt, was eine moderate Aufwertung von EUR-GBP ermöglichen sollte. Für GBP-USD dürfte der Verlust des Dollars dazu führen, dass sich das Pfund um die Marke von 1,25 USD einpendeln wird.

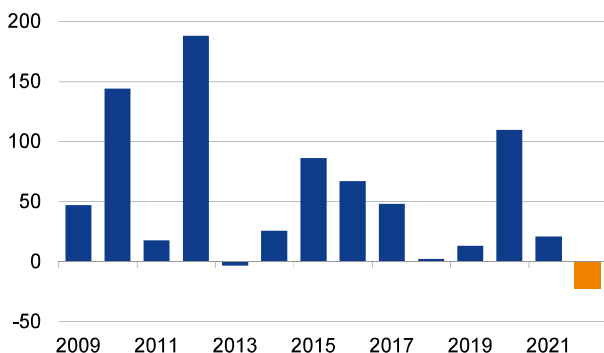
Das Pfund hat die Konjunkturkrise relativ gut gemeistert und dürfte in den kommenden Monaten eher seitwärts tendieren

Schweiz: SNB hinterlässt währungspolitische Spuren

Nachdem sich die Wogen am Bankenmarkt wieder gelegt haben, haben SNB und Schweizer Franken jetzt wieder Raum für fundamentale Überlegungen. Und auch wenn es inzwischen etwas abgedroschen klingt ... dabei geht es auch weiterhin insbesondere um die Inflationsperspektiven. Der Teuerungsdruck war in der Schweiz nie so ausgeprägt wie in vielen anderen Ländern, und sogar die Entspannung bei den CPI-Daten ist früher eingetreten als andernorts. Dies verleitet die SNB dennoch nicht dazu, ihre Inflationsflinte frühzeitig ins Korn zu werfen. Sowohl der jüngste geldpolitische Ausblick als auch die währungspolitischen Spuren, die die Notenbank hinterlässt, unterstreichen die Drohkulisse, mit der sichergestellt werden soll, dass der Sieg über die Inflation nicht auf der Zielgeraden noch verloren wird. Bislang sind keine Signale auszumachen, dass die SNB mit einem Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus liebäugelt. Wir gehen allerdings davon aus, dass der massiv nachlassende Inflationsdruck zu einem Sinneswandel führt und schon im Juni der letzte Zinsschritt erfolgen wird. Der Markt preist dagegen noch knapp drei Erhöhungen um je 25Bp bis Dezember ein, und die Korrektur dieser Erwartungen sollte für den Franken zu einer echten Herausforderung werden.

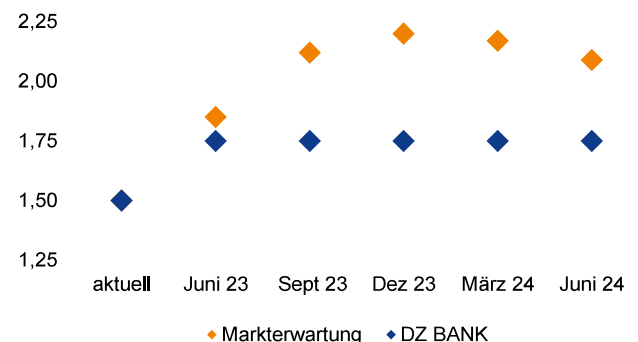
Beruhigung der Banken-Turbulenzen bringt Inflation zurück ins Spiel

SNB MIT TRENDWENDE BEI INTERVENTIONSSTRATEGIE
FREMDWÄHRUNGSKÄUFE DER SNB, IN MRD. CHF



Quelle: SNB

MARKT PREIST DEUTLICH AGGRESSIVERE SNB EIN ALS WIR
ERWARTETER LEITZINS IN PROZENT (PER OIS BZW. PROGNOSE DZ BANK)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Seit Ende März haben wir die offizielle Bestätigung, dass die SNB auch wieder am Devisenmarkt aktiv ist, um ihre Zinserhöhungen, Repo-Geschäfte und Emission von SNB-Bills zur Liquiditätsverknappung abzurufen. Im vierten Quartal hat sie Reserven im Wert von 27,3 Mrd. CHF *verkauft*, und damit nicht nur den Franken unterstützt, sondern auch entsprechend Liquidität abgeschöpft. Dies bedeutet eine 180-Grad-Wende zur bisher vertrauten Interventionspolitik, die von massiven *Käufen* von Fremdwährung im Kampf gegen Deflation geprägt war. Die offiziellen Interventionsdaten für das erste Quartal erhalten wir erst Ende Juni, bis dahin müssen wir uns auf Indizien beschränken. Dass die Sichteinlagen bei der SNB rückläufig sind und auch die FX-Reserven im ersten Quartal um 40 Mrd. CHF gefallen sind, sind zwei wichtige Hinweise. Sie deuten auf fortgesetzte CHF-Käufe der SNB hin, sind allerdings zumindest anteilig sicher auch auf Bewertungseffekte zurückzuführen. Die eigentlich spannende Frage für unsere EUR-CHF-Prognose ist, wann die Schweizer Inflation so stark gefallen sein wird, dass die SNB ihren restriktiven Kurs in Geld- und FX-Politik aufgibt, welche die Währung derzeit noch gut unterstützt hält. Wir rechnen hiermit bereits im Spätsommer und damit klar früher als der Konsens.

SNB mit neuer Interventionsstrategie

Australien & Neuseeland: RBA pausiert, RBNZ strafft weiter

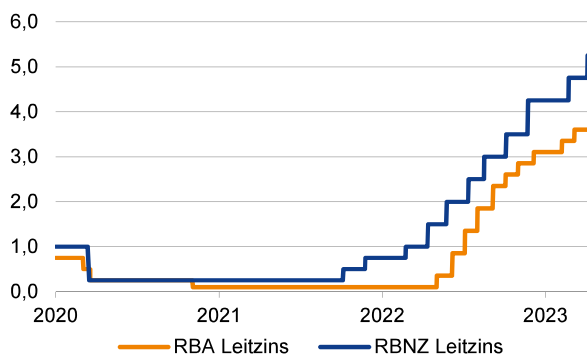
Obwohl die vierteljährlichen Inflationsdaten Australiens für die ersten drei Monate des Jahres 2023 erst in wenigen Tagen veröffentlicht werden, dürften diese zeigen, dass nach dem Aufwärtstrend in 2022 nun die umgekehrte Entwicklung eingetreten ist. Dies würde mit den monatlichen Inflationsdaten übereinstimmen, die etwa seit der Jahreswende rückläufig sind.

Die Entwicklung der Inflationsaussichten ist entscheidend für die künftige Ausrichtung der Geldpolitik. Die Reserve Bank of Australia (RBA) hob ihren Leitzins im März um 25 Basispunkte auf 3,6 % an, entschied sich dann aber auf ihrer April-Sitzung für eine unveränderte Haltung. Dennoch hielten sich die Währungshüter die Option einer weiteren Straffung offen, falls dies erforderlich werden sollte. Angesichts der drastischen Abkühlung des Immobilienmarktes und der zunehmenden Einwanderung zur Entlastung des angespannten Arbeitsmarktes dürfte dies jedoch nicht notwendig zu werden. Eine Zinssenkung durch die RBA wird jedoch nicht vor Anfang 2024 erwartet.

Australien hat den Höhepunkt der Inflation vermutlich hinter sich

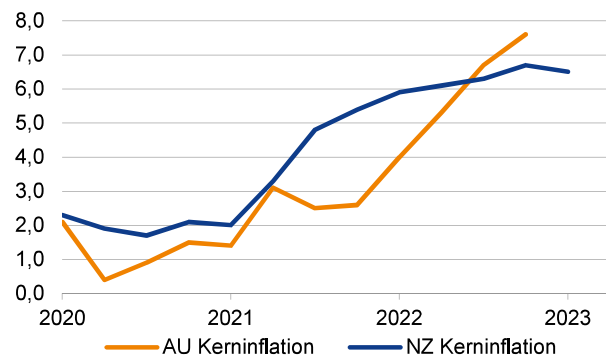
Nach der Leitzinserhöhung vom März auf 3,6% ist der Straffungszyklus der RBA wahrscheinlich abgeschlossen

DIE RBNZ FÜHRT EINE INSGESAMT AGRESSIVERE GELDPOLITISCHE STRAFFUNG ALS DIE RBA DURCH
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

DIE AUSTRALISCHE KERNRATE IST NACH WIE VOR NICHT RÜCKLÄUFIG
IN PROZENT, J/J



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund sind die Aussichten für den australischen Dollar gemischt. Sobald der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen ist (bzw. die RBA dies final bestätigt), werden andere Faktoren eine größere Rolle spielen. Da der US-Dollar voraussichtlich mehr von seiner Anziehungskraft als sicherer Hafen verlieren wird, dürfte es Spielraum für eine leichte Aufwertung bei AUD-USD geben. Nach den jüngsten sehr starken Kursgewinnen des Euros gegenüber dem Aussie-Dollar (fast neun Cent in weniger als zwei Monaten) auf ein 18-Monats-Hoch über 1,64 AUD ist jedoch mit einer gewissen Konsolidierung auf niedrigerem Niveau zu rechnen.

Die Aussichten für den AUD sind bis zum Herbst gemischt

Der unerwartet große Zinsschritt der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) bei ihrer April-Sitzung von 50 Basispunkten (der Großteil der Analysten rechnete mit 25 Basispunkten) konnte den neuseeländischen Dollar nicht nachhaltig beflügeln. Im Gegenteil: Während der Kiwi-Dollar unmittelbar nach der Sitzung gegenüber dem US-Dollar aufwertete und im Hoch bei rund 0,6380 USD notierte, fiel er in den vergangenen Tagen sogar wieder unter die Marke von 0,62 USD. Geschuldet war die Abwertung des Kiwis Wirtschaftsdaten jenseits des Atlantiks, welche ein Stück weit zum Auspreisen der aggressiven US-Zinssenkungserwartungen führten. Diese Kursbewegung verdeutlicht einmal mehr, dass NZD-USD in den letzten Wochen vor allem

NZD konnte nicht nachhaltig von 50-Bp-Zinserhöhung profitieren

von der geldpolitischen US-Seite der Medaille bestimmt wurde – und auch aufgrund der Tatsache, dass wichtige Datenveröffentlichungen aus Neuseeland in den letzten Wochen eher Mangelware waren.

Doch mit den neuseeländischen Inflationsdaten für das erste Quartal 2023 stand diese Woche die für die weitere geldpolitische Strategie der RBNZ bisher wohl wichtigste Datenveröffentlichung in diesem Jahr auf der Agenda: Auch wenn die Inflationsrate mit 6,7% (J/J) trotz zusätzlichen Preisdrucks bei einigen Gütern und Dienstleistungen aufgrund der Extremwetterereignisse vom Februar gegenüber Q4 2022 stärker nachließ als erwartet (Konsens: 6,9% J/J), gehen wir immer noch von einer finalen Leitzinserhöhung von 25 Basispunkten auf dann 5,5% bei der kommenden Sitzung im Mai aus. In den kommenden Monaten wird neben der Inflationsdynamik auch die konjunkturelle Entwicklung Neuseelands die Zinssenkungserwartungen des Marktes bzw. den Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung durch die RBNZ bestimmen. Denn die neuseeländische Wirtschaft schrumpfte bereits im Schlussquartal des vergangenen Jahres und auch die jüngsten Einkaufsmanagerindizes für März deuten auf eine weitere Abkühlung der Konjunktur hin. Besonders stark und vor allem unter die Expansionsschwelle fiel der Index für das Verarbeitende Gewerbe (48,1 Punkte; Konsens: 52,0 Punkte). Sollte sich die trübe Vorzeichnung der Konjunktur durch harte (Wirtschafts-) Daten bestätigen, dürfte dies den Kiwi-Dollar belasten.

Wenngleich ein Impuls für den neuseeländischen Dollar durch die Wiederöffnung Chinas bisher ausblieb, gehen wir angesichts einer weiteren Schwächung des US-Dollars im laufenden Jahr von leichten Kursgewinnen bei NZD-USD über den gesamten Prognosehorizont aus.

Die neuseeländische Konjunktur könnte das nächste Sorgenkind der RBNZ werden

Schwächerer Greenback dürfte für weitere Aufwertung in NZD-USD sorgen

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

Kanada: Bank of Canada dürfte Zinsniveau für viele Monate aufrecht halten

Die kanadische Wirtschaft entwickelt sich insgesamt weiterhin recht erfreulich. Seit Anfang 2022 waren die monatlichen BIP-Daten fast immer positiv und die Bank of Canada prognostiziert nunmehr für 2023 ein Wirtschaftswachstum von 1,4% gegenüber 1,0% in ihrem geldpolitischen Bericht vom Januar. Der jüngste Haushaltsplan der liberalen Regierung dürfte kaum etwas anderes als eine Konjunkturförderung bewirken. Die Staatsausgaben sollen in den nächsten fünf Jahren steigen, wobei insbesondere die Ausgaben für das Gesundheitswesen (die von den inoffiziellen parlamentarischen Verbündeten der Liberalen, den New Democrats, nachdrücklich gefordert werden) und die Umweltausgaben erhöht werden sollen. Die neuen Ausgaben belaufen sich in diesem Jahr auf 26,4 Mrd. CAD, und der für 2027-28 prognostizierte Haushaltsüberschuss von 4,5 Mrd. CAD wurde in ein Defizit von 14 Mrd. CAD umgewandelt.

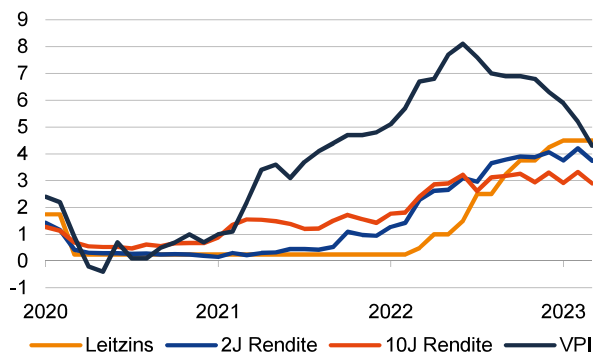
Wirtschaft auf gutem Weg, Haushalt soll für weitere Belebung sorgen

An der Inflationsfront verbessert sich die Lage zusehends. Nachdem die Inflationsrate im vergangenen Sommer mit 8,1% (J/J) ihren Höchststand erreicht hatte, ist sie seit mehreren Monaten rückläufig und betrug im März nur noch 4,3% (J/J). Damit liegt die Bank of Canada zwar immer noch deutlich über ihrem Ziel von 2% (J/J), doch war sie hinreichend zuversichtlich, die Inflation innerhalb eines angemessenen Zeitrahmens wieder auf das Zielniveau zu bringen, so dass sie ihren Leitzins auf der April-Sitzung unverändert bei 4,5 % beließ. Dennoch wies die Bank of Canada (BoC) darauf hin, dass sie bei Bedarf weitere Straffungen vornehmen würde und dass die

Die Inflation ist in den letzten Monaten zurückgegangen, so dass die BoC nun abwarten kann

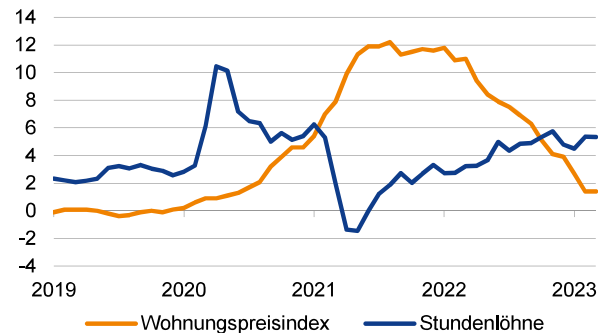
(Markt-) Erwartungen einer geldpolitischen Lockerung in diesem Jahr überzogen seien. Obwohl die BoC zweifelsohne zufrieden ist, dass der überhitzte Immobilienmarkt als Reaktion auf die Zinserhöhungen weiterhin Anzeichen einer Abkühlung zeigt, gibt die Tatsache, dass das Lohnwachstum weiterhin bei etwa 5% liegt, Anlass zur Sorge hinsichtlich der kostentreibenden Inflation. Die DZ BANK geht davon aus, dass die BoC ihre geldpolitischen Straffungsmaßnahmen inzwischen beendet hat, aber vor Anfang 2024 keine Zinssenkung vornehmen wird.

INFLATION HAT HÖHEPUNKT ÜBERSCHRITTEN; ZINSSÄTZE DER BANK OF CANADA UND DES ANLEIHEMARKTES SIND STABIL
ALLE WERTE IN PROZENT, VPI J/J



Quelle: Bloomberg

NACHLASSENDE WOHNUNGSPREISE VS. HOHE STUNDENLÖHNE
IN PROZENT, J/J



Quelle: Bloomberg

Obwohl die Bank of Canada ihren Leitzins unverändert belässt und die Renditen kanadischer Staatsanleihen seit Monaten seitwärts tendieren, hatte dies in den letzten Monaten nur begrenzte Auswirkungen auf die Entwicklung des kanadischen Dollars. Im Großen und Ganzen tendiert der „Loonie“ gegenüber dem Euro seitwärts bis ein paar Cent schwächer, scheint sich aber immer noch mit Werten im mittleren Bereich von 1,40 CAD zufrieden zu geben, obwohl die EZB ihre geldpolitische Straffung noch nicht abgeschlossen hat. Für USD-CAD ergibt sich ein ähnliches Bild, wobei der Kurs um 1,35 CAD schwankt. Die jüngste Verringerung der Renditedifferenz bei den jeweiligen zweijährigen Staatsanleihen, die kanadische Papiere etwas attraktiver macht (der Renditeaufschlag beträgt jetzt etwa 27 Bp, verglichen mit etwa 70 Bp vor einem Monat), scheint es dem CAD ermöglicht zu haben, etwa vier Cent gegenüber dem USD zu gewinnen. Damit USD-CAD unter den Tiefststand von 2023 bei 1,3262 CAD fällt, bedarf es wahrscheinlich eines Signals der Fed, dass sie das Ende ihres Zinserhöhungszyklus erreicht hat. Dies könnte nur noch eine Frage von Wochen sein.

Der kanadische Dollar hat sich an den Devisenmärkten relativ stabil gezeigt

Ein Signal, dass die Fed ihre Straffung beendet, dürfte USD-CAD zu einem neuen Tiefststand in 2023 führen

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

Skandinavien: Notenbanken bleiben auf dem Bremspedal

Schwedens Wirtschaftsentwicklung wird in diesem Jahr wohl zu den schwächsten in Europa gehören. Im laufenden Jahr dürfte die schwedische Wirtschaft um 0,8% schrumpfen und auch im Jahr 2024 nur um 1,2% wachsen. Angesichts einer historisch schwachen Krone und eines angespannten Arbeitsmarktes bleibt der Inflationsdruck vorerst hoch. Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex ist im März zwar auf 8,0% im Jahresvergleich gefallen (Vorwert 9,4%). Der Preisauftrieb

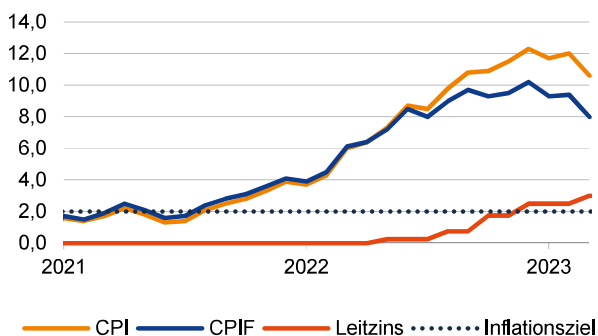
Konjunkturabschwung; Inflation noch weit über Zielwert

bleibt damit aber 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. Der hohen Inflation Rechnung tragend hat die schwedische Zentralbank die Geldpolitik weiter verschärft und den Leitzins Anfang Februar um 50 Basispunkte auf 3% angehoben. Zudem wurde beschlossen, ab April Staatsanleihen zu verkaufen, um die Anlagebestände schneller abzubauen. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 300 Basispunkte im Jahr 2022 und Anfang 2023 dürfte die Riksbank bis zum Sommer zwei weitere Anhebungen bis auf einen Leitzins von 3,75% vornehmen und danach eine Pause einlegen – die Risiken für den Leitzinspfad bleiben aber nach oben gerichtet.

Die Rahmenbedingungen für die Krone bleiben vorerst schwierig. Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich Schwedens Währung mittelfristig wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 10,6% (J/J) im weiteren Jahresverlauf auf 6,7% (J/J) abschwächen wird. Die Krone dürfte daher ihren Abwärtstrend beenden. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,10 SEK.

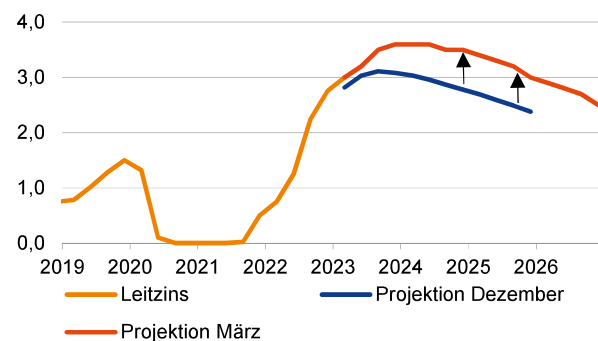
Krone sollte ihren Abwärtstrend beenden; auf Zwölfmonatssicht Werte in EUR-SEK von 11,10 SEK erwartet

SCHWEDEN: INFLATION SCHEINT PEAKS ÜBERWUNDEN ZU HABEN
ALLE WERTE IN PROZENT, CPI UND CPIF J/J



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

NORWEGEN: LEITZINSPROJEKTIONEN ERNEUT ANGEHOSEN
IN PROZENT



Quelle: Norges Bank

Nachdem die Tarifverhandlungen zwischen dem dominierenden norwegischen Gewerkschaftsbund und dem wichtigsten Arbeitgeberverband des privaten Sektors, dem norwegischen Unternehmerverband, am vergangenen Wochenende gescheitert waren, begann die Woche mit einem groß angelegten Streik, der sich weiter verschärfen dürfte. Berichten zufolge lehnte die Gewerkschaft ein Angebot von 5,2% ab. Sollte sich das Lohnwachstum höher als erwartet zeigen, deutet dies darauf hin, dass die inländische Inflation hartnäckiger ausfallen könnte.

Anhaltende Streiks deuten auf Aufwärtsrisiko für das Lohnwachstum hin

Etwas Unterstützung erhielt die norwegische Krone durch den Ölpreisanstieg seit Ende März. Die Brent-Notierungen zogen, auch forciert durch die Bekanntgabe der Fördermengenkürzung durch die OPEC+, um rund 15 USD/Barrel an. Eine Reihe von Belastungsfaktoren bleiben der Krone aber erhalten: Das Wirtschaftswachstum dürfte sich gegenüber dem Vorjahr mehr als halbieren und dies bei hoher Inflation und einer Risikoaversion, die vor allem bei kleineren Währungsräumen, die nicht als sichere Währungshäfen gelten, zu einem Abgabedruck geführt hat. Zudem haben sich die Spreads gegenüber dem Euroraum deutlich verengt. In den zurückliegenden acht Monaten schmolzen die Aufschläge auf Euribor und Bundesanleihen um rund

Erholung bei Rohölpreisen

120 bis 160 Basispunkte und damit büßen norwegische Zinsprodukte an Attraktivität ein. Recht besorgt zeigt sich die Norges Bank über die schwache Krone. Die NOK notiert jetzt knapp 9% schwächer als zu Jahresbeginn, seit August letzten Jahres schlagen sogar knapp 18% Abwertung zum Euro zu Buche und dies treibt die importierte Inflation in die Höhe, die in Norwegen ein Drittel der Kerninflation ausmacht.

Der deutliche Preisauftrieb und die Straffung der Geldpolitik dämpfen die Wachstumsdynamik bereits merklich. Bei den Rohölpreisnotierungen, die derzeit bei 85 USD/Barrel liegen, gehen wir auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten von Notierungen um 100 USD pro Barrel aus. Auch vor dem Hintergrund eines leergefegten Arbeitsmarktes, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,8%, bleibt Norwegens Inflation mit 6,5% im Jahresvergleich nahe an ihren Rekordhochs. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im März auf 6,2% im Jahresvergleich gestiegen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ bleibt aber vorerst noch außer Sichtweite. Die Notenbank selbst erwartet frühestens 2026, dass die Teuerung den Zielwert erreicht. Beim Leitzinsentscheid am 23. März wurde die Policy Rate auf 3,0% festgesetzt. Der Leitzins sollte auf Sicht der kommenden sechs Monate um weitere 50 Basispunkte angehoben werden.

Von den künftigen Spreadverläufen, die wir bestenfalls stagnierend erwarten, dürften kaum positive Effekte auf die Krone ausgehen. Norwegens Währung sollte aber von weiteren Rohölpreisanstiegen, der noch weiterhin restriktiven Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig weiter nachgebenden Inflationsraten profitieren können. Wir gehen auf Jahresfrist in EUR-NOK von Niveaus von 10,95 NOK aus.

Arbeitslosigkeit bleibt niedrig

Wir erwarten: weiter anziehende Rohölpreise, eine weiterhin restriktive Geldpolitik sowie nachgebende Inflationsraten

EUR-NOK: Auf Jahresfrist Notierungen um 10,95 NOK wahrscheinlich

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

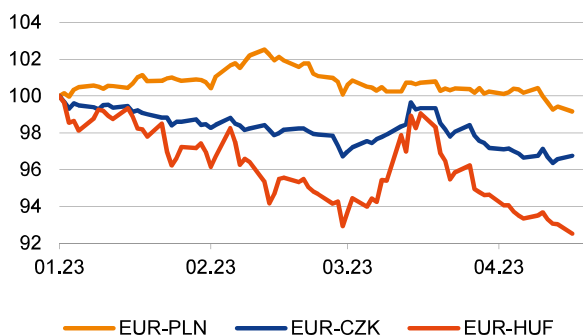
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitik als wichtiger Impulsgeber

Alle CE3-Währungen (Zloty, Forint und tschechische Krone) konnten in den vergangenen Wochen gegenüber dem Euro merklich Boden gutmachen. Rückenwind erfuhren sie hierbei sowohl von externen Vorgaben als auch von heimischer Seite. Was die globalen Aspekte betrifft, ist zum einen das wieder freundlichere Risikosentiment zu nennen. Zum anderen spielte den osteuropäischen Währungen die merkliche Erholung von Euro-Dollar in die Hände. Darüber hinaus ist als währungsstützender, nationaler Faktor die restriktive Geldpolitik in den CE3-Staaten zu nennen. Wie sehr die dortigen Währungen das Tun ihrer Währungshüter im Blick haben, zeigen die aktuellen Entwicklungen in Ungarn. So sorgte doch die jüngste Ankündigung des Vize-Vorsitzenden der dortigen Notenbank, Virag, beim Forint für Verunsicherung. Dieser machte deutlich, dass die Zentralbank in der kommenden Woche mit ihrem stufenweisen geldpolitischen Normalisierungsprozess beginnen könnte und hierbei in einem ersten Schritt die sog. „Overnight Repo Rate“, die die obere Grenze des Leitzinskorridors der MNB darstellt, merklich senken könnte. Um den Forint zu stützen, hob die MNB u.a. diesen Satz im Oktober letzten Jahres massiv auf 25% an. Seither liegt der Satz für Übernachtsausleihungen 1.200 Bp über dem Leitzins (Base Rate) von 13%. Perspektivisch strebt die MNB auch einen wieder symmetrischen Zinskorridor an.

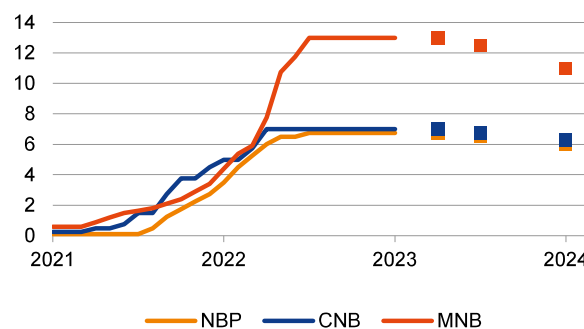
CE3-Währungen atmen durch

ZUVERSICHT VON FORINT UND CO. HAT ZUGENOMMEN
CE3-WÄHRUNGEN GGÜ. EUR INDEXIERT, 02.01.2023 = 100, VERÄNDERUNG IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PERSPEKTIVISCH WENIGER RESTRIKTIVE GELDPOLITIK ERWARTET
NATIONALE LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSEN (3, 6 UND 12 MONATE), IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Unserer Einschätzung zufolge dürften sich Zloty und Co. unter dem Strich zunächst weiterhin von ihrer robusteren Seite zeigen. Im Verlauf des zweiten Halbjahres sollte der Gegenwind für die CE3-Währungen jedoch vorübergehend zunehmen. Für den erwarteten, schwereren Stand sorgen unserer Ansicht nach die dann in einem weiter aufgehellten Preisumfeld marktseitig verstärkte aufkommenden Leitzinssenkungserwartungen sowie die für Ende des Jahres prognostizierten, ersten Leitzinssenkungen. Dass sich das Abwärtsrisiko für die CE3-Währungen auf Sicht von sechs Monaten dennoch in Grenzen halten sollte, ist u.a. der dann eingesetzten konjunkturellen Erholung sowie unserer Erwartung eines noch etwas festeren Euro geschuldet.

Aussicht auf weniger restriktive Geldpolitik sollte in den Herbst hinein für temporäre Verunsicherung sorgen

Lassen wir den Blick zum Abschluss noch etwas weiter in die Ferne schweifen und nehmen den Zwölfmonatshorizont näher unter die Lupe, so dürften sich die CE3-Währungen in diesem Zeitfenster allesamt wieder in robusterer Verfassung präsentieren. Unterstützung dürfte einerseits das dann merklich aufgehellte fundamentale

Realzinsaspekt wichtiger Pluspunkt

CE3-Umfeld (deutlich niedrigere Inflation, bei einer wieder spürbar erhaltenen Konjunktur) bieten. Andererseits rechnen wir in diesem Zeithorizont mit freundlichen externen Vorgaben (Euro-Dollar im Bereich von 1,15 USD, erste Fed-Leitzinssenkung, freundliches EM-Sentiment). Der wichtigste, die CE3-Währungen stützende Aspekt sollte jedoch ein geldpolitischer sein. So dürfte doch dann deutlich geworden sein, dass die dortigen Zentralbanken ungeachtet ihres etwas weniger restriktiven geldpolitischen Kurses die Leitzinsen nach wie vor deutlich über den Niveaus von 2021, also von vor Beginn ihrer aktuellen Erhöhungszyklen, halten werden. Zusammen mit unserer Erwartung eines deutlich nachgelassenen Preisdrucks dürfte dieser Punkt den CE3-Währungen auch unter Realzinsaspekten in die Hände spielen.

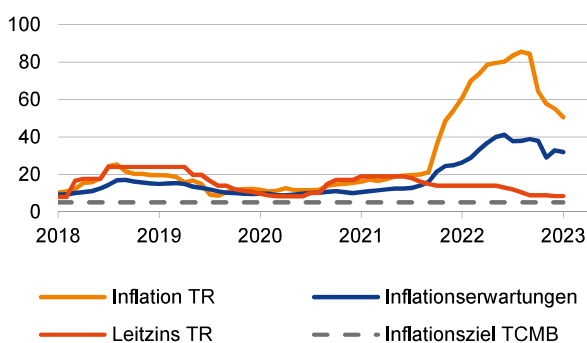
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Türkei & Südafrika: Zwei Inflationswelten

Die türkische Lira befindet sich knapp vier Wochen vor den vorgezogenen Parlaments- und Präsidentschaftswahlen in der Türkei (14. Mai) weiterhin auf breiter Front in der Defensive. Nachvollziehbar ist die politische Verunsicherung der dortigen Währung allemal, ist doch den aktuellen Umfragen zufolge bei der Präsidentschaftswahl zwischen dem amtierenden Staatschef Erdogan und seinem oppositionellen Herausforderer *Kilicdaroglu* nach wie vor ein Kopf-an-Kopf-Rennen zu erwarten. Auch mit Blick auf die Parlamentswahl zeichnet sich aktuell kein eindeutiges Bild ab. Vielmehr ist den aktuellen Umfragen zufolge davon auszugehen, dass es weder der Regierungskoalition unter der Führung der AKP noch dem aus sechs Oppositionsparteien bestehenden „Bündnis der Nation“ gelingen wird, die für eine Regierungsbildung notwendige Mehrheit zu erreichen. Jede Allianz dürfte damit auf einen Koalitionspartner angewiesen sein, was schwierige Koalitionsverhandlungen wahrscheinlicher macht.

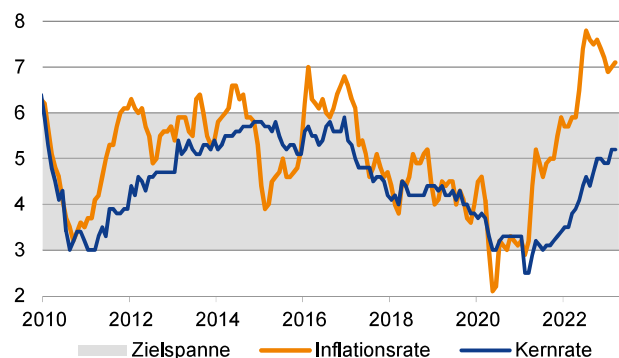
Nahende Wahlen sorgen bei der Lira für Verunsicherung

TÜRKIEI: TROTZ NACHGELASSENEM PREISDRUCK IST DIE INFLATION NOCH VIEL ZU HOCH
ALLES IN PROZENT, INFLATIONSERWARTUNGEN: MEDIAN, +12M



Quelle: Bloomberg

PREISAUFTRIEB IN SÜDAFRIKA BESCHLEUNIGT SICH NOCH GEGENÜBER VORJAHR IN PROZENT



Quelle: Bloomberg; South African Reserve Bank

Bevor jedoch die Wahlen auf der Agenda stehen, verdient am 27. April noch die Leitzinsentscheidung der türkischen Zentralbank (TCMB) Aufmerksamkeit. Unserer Einschätzung zufolge ist allerdings so kurz vor den Urnengängen mit keiner Änderung der geldpolitischen Ausrichtung zu rechnen, so dass die TCMB den Leitzins (One-Week Repo Rate) unverändert bei 8,50% belassen sollte. Wenngleich die Infla-

TCMB dürfte den Leitzins unverändert belassen

tion in den vergangenen Monaten deutlich von ihrem markanten Höchststand von 85,5% (J/J) im Oktober letzten Jahres bis auf rund 50% (J/J) zurückgekommen ist und der Preisdruck perspektivisch weiter nachlassen sollte, so ist die Geldpolitik in der Türkei nach wie vor viel zu locker ausgerichtet. Immerhin liegt das offizielle Inflationsziel der TCMB bei 5%.

Die South African Reserve Bank kommt „nur“ alle zwei Monate zu einer Zinsentscheidung zusammen. Nachdem sie im Januar mit einer Anhebung um 25 Bp hinter den Erwartungen zurückblieb, hatte sie dann Ende März mit +50 Bp auf 7,75% den Leitzins stärker als vermutet angehoben. Zunächst ist es naheliegend, die jeweilige Inflationsentwicklung für diese Abweichungen verantwortlich zu machen. Im Vorfeld der Januarsitzung hatten die Preiszahlen für Dezember einen (leichten) Rückgang der Inflationsrate ausgewiesen und vor der Märzszung zeigten die Daten für den Februar eine überraschende Beschleunigung des Preisauftriebs an. Vor der nächsten Sitzung im Mai werden dazu passend noch die Inflationsdaten für den April veröffentlicht, so dass diese den letzten Anstoß für diese Entscheidung liefern könnten. Im März war die Inflationsrate noch etwas weiter auf 7,1% (J/J) gestiegen, während die Kernrate unverändert bei 5,2% (J/J) blieb.

Inflationsdaten bereiten der Geldpolitik in Südafrika Sorgen

Ganz so deutlich wird sich die Notenbank allerdings nicht von den aktuellen Preiszahlen leiten lassen. Wir haben unsere Prognose leicht revidiert, sodass das Ende der Zinserhöhungen sich etwas nach hinten verschiebt und ein Leitzinsniveau von 8,0% erreicht werden sollte. Dies resultiert jedoch vor allem aus den jüngsten scharfen Formulierungen von Notenbankgouverneur Kganyago der mit der Geldpolitik eher die untere Grenze der Zielspanne für die Inflationsrate von 3% bis 6% ansteuern will. Angesichts des aktuellen Preisauftriebs wäre hierfür eine merklich bremsende Politik erforderlich. Die Inflationserwartungen für die längere Frist sind derzeit recht gut beim Mittelpunkt der Zielspanne (4,5%, J/J) oder allenfalls knapp darüber verankert. Diese Erwartungen weiter zu drücken, dürfte einen langen Atem erfordern. Eine noch spürbar restriktivere Politik wäre angesichts der bestehenden Wachstumschwäche, die den Preisauftrieb perspektivisch dämpfen sollte, nicht notwendig. Zumindest Teile der Regierung bzw. des regierenden ANC zeigen sich mit der Geldpolitik wenig zufrieden und würden der Geldpolitik eine stärkere Wachstumsorientierung auferlegen. Angesichts der gut verankerten Unabhängigkeit der Geldpolitik dürfte dies zwar nicht gelingen, Konflikte zwischen Regierung und Notenbank sind aber immer ein Risikofaktor für eine Währung.

Notenbankgouverneur Kganyago zeigt sich entschlossen

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

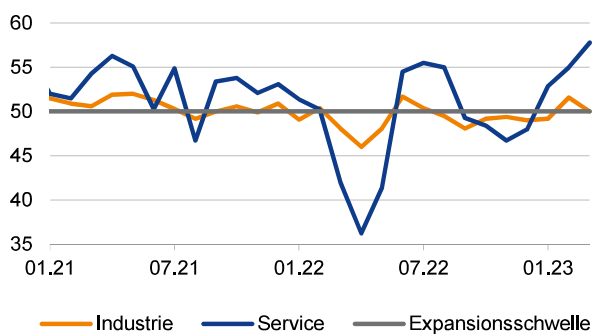
China: Wirtschaft nimmt wieder Fahrt auf, die Tücken liegen im Detail

Inmitten der schwelenden Sorgen um den US-Wachstumsausblick wirken die frischen BIP-Daten aus China wie eine Wohltat. Im ersten Quartal ist die chinesische Wirtschaft um stolze 4,5% (J/J) und damit sogar noch stärker als ohnehin erhofft gewachsen. Dass die Abkehr von der strikten Null-Covid-Politik für deutliche Konjunkturimpulse sorgt, ist wenig verwunderlich. Diese „Öffnungs-Euphorie“ hat dabei vor allem den privaten Konsum geprägt, insbesondere der Dienstleistungssektor war vom Nachholbedarf bei Restaurantbesuchen oder Reisen beflügelt. Doch wieso hinterlassen diese positiven Neuigkeiten keine Spuren im Yuan? USD-CNY bewegt sich seit Wochen unauffällig in einer engen Spanne zwischen 6,80 CNY und 6,90 CNY. Hierbei müssen wir bedenken, dass besagte Öffnungs-Euphorie für die Finanzmärk-

BIP-Wachstum in Q1 als Hoffnungsträger? Details mahnen zur Vorsicht

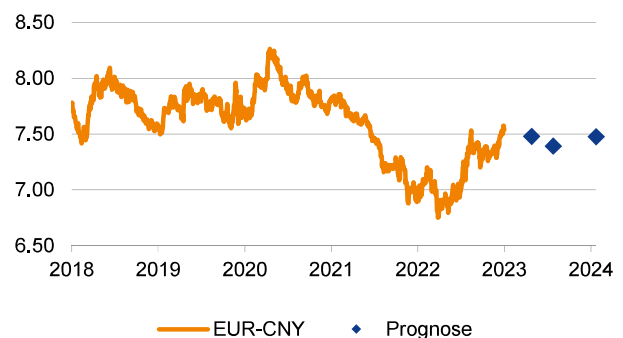
te keine Neuigkeit mehr darstellt. Vielmehr hatte Chinas Währung schon im Dezember und Januar massiv davon profitiert und entsprechende Konjunkturimpulse längst eingepreist. Erschwerend kommt hinzu, dass die besagten BIP-Daten für das erste Quartal nicht frei von Makeln sind. So gut der Konsum läuft, so heikel ist es um Industrie und Immobiliensektor bestellt. Das DZ BANK Research bleibt daher bei seiner vorsichtigen Einschätzung zum Konjunkturausblick. Das offizielle Wachstumsziel von 5,0% für das laufende Jahr dürfte zwar problemlos übertroffen werden; bei den von uns erwarteten 5,5% (J/J) spielen aber auch die schwachen Vergleichswerte vom Vorjahr eine zentrale Rolle.

KONSUM PROFITIERT VON ÖFFNUNG, INDUSTRIE SCHWÄCHELT EINKAUFSMANAGERINDIZES, IN PUNKTEN



Quelle: Refinitiv, Caixin

EURO UND YUAN BIETEN SICH PAROLI EUR-CNY: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Aus politischer Sicht ist die konjunkturelle Erholung zwar vielversprechend, aber noch nicht ausreichend gesichert. Spekulationen über Maßnahmen zur Konjunkturförderung dürften daher an der Tagesordnung bleiben. Der ausgesprochen moderate Preisdruck öffnet dabei geldpolitischen Spielraum, den so nur wenige andere Länder weltweit haben. Im März waren die Konsumentenpreise nur noch um 0,7% (J/J) gestiegen, und auch für das Gesamtjahr 2023 rechnen wir lediglich mit 1,6% (J/J) Teuerung. Eine erneute Senkung der Mindestreservesätze sowie eine Ausweitung der Liquiditätsversorgung über andere Kanäle wird zusehends wahrscheinlich. Diese Lockerungen dürften allerdings kaum Ausmaße annehmen, die den Yuan über das Argument sinkender Renditen belasten würden, sondern sollten eher positiv als Absicherung der konjunkturellen Basis verstanden werden. Aus Wechselkursicht stehen sich mit Euro und Yuan zwei ebenbürtige Gegner gegenüber, von denen über unseren Prognosehorizont keiner am längeren Hebel sitzt.

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

Niedrige Inflation schafft geldpolitischen Spielraum

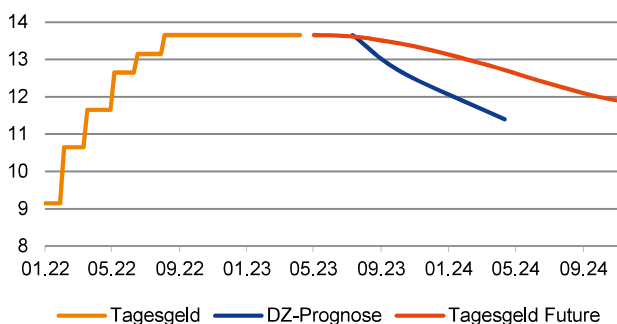
Brasilien & Mexiko: Hohe Leitzinsen bleiben Lateinamerika noch erhalten

In Brasilien ist nun das Parlament an der Reihe. Nach längeren Verzögerungen hat Präsident Lula da Silva nun den Gesetzesentwurf für einen neuen fiskalischen Rahmen an das Parlament geleitet. Der Präsident des Abgeordnetenhauses möchte das Paket in seiner Kammer bis zum 10. Mai abgesegnet haben. Der Bundeshaushalt soll demnach im kommenden Jahr ein Primärsaldo (vor Zinszahlungen) von null ausweisen. Besonders ehrgeizig erscheint dieses Vorhaben nicht, wies der Haushalt im letzten Jahr trotz verschiedener großzügiger Hilfsmaßnahmen einen Primärüber-

Im Parlament erfolgreiches Fiskalpaket kann Risiken dämpfen und einer Zinssenkung den Weg bereiten

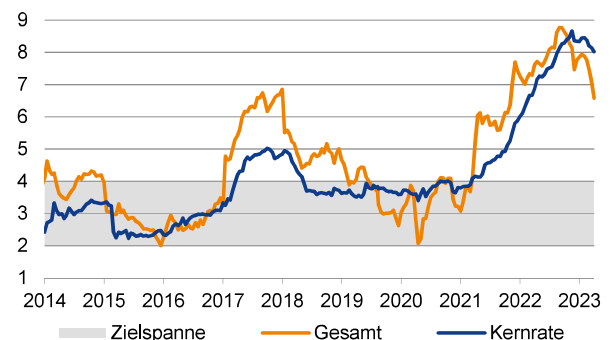
schuss von etwas über 1% des BIP aus. Zusammen mit den hohen Zinszahlungen bleibt der Haushalt damit aber deutlich in den roten Zahlen. Hier schließt sich dann auch der Kreis zu der anhaltenden Kritik der Regierung an den hohen Leitzinsen. Diese dämpfen nicht nur in der Privatwirtschaft die Wachstumsaussichten, auch der Spielraum für den öffentlichen Haushalt wird geringer. Der deutliche Rückgang der Inflationsrate im März auf nur 4,7% (J/J) macht hier einige Hoffnungen, zumal auch bei den verschiedenen Indikatoren für den Preistrend im Vorjahresvergleich eine Entspannung zu erkennen ist. Die echte Prüfung kommt aber erst in der zweiten Jahreshälfte, wenn die im letzten Jahr eingeführten Maßnahmen zur Preisdämpfung aus der Berechnung fallen. Die Notenbank erwartet daher in ihrem zentralen Szenario bis zum Jahresende auch wieder einen Anstieg der Inflationsrate auf 5,8% (J/J) und damit oberhalb der Zielspanne von 1,75% bis 4,75% (J/J). Angesichts des derzeit sehr hohen Leitzinsniveaus von 13,75% sollte diese Zielverfehlung aber einer Zinssenkung nicht entgegenstehen, die wir für die zweite Jahreshälfte erwarten. Einmal begonnen dürfte es zu einem nachhaltigeren Lockerungskurs kommen. Auch ein Pfad gemäß unserer Prognose, der deutlich aggressiver ist, als der derzeit an den Terminmärkten eingepreiste Kurs, sollte das Leitzinsniveau auf Jahressicht noch im zweistelligen Bereich (11,5%) halten, womit auch im internationalen Vergleich die Zinsen hoch bleiben würden. Der Real wird damit von dieser Seite anhaltend gestützt und deutliche Einbußen dürfen vermieden werden.

BRASILIEN: NUR LANGSAMER ZINSENKUNGSKURS EINGEPREIST IN PROZENT



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

POSITIVE RICHTUNG BEI DEN PREISZAHLEN IN MEXIKO J/J, IN PROZENT; KERNRATE: OHNE ENERGIE, FRISCHE NAHRUNGSMITTEL



Quelle: Bloomberg, Banco de México

Reicht in Mexiko der Rückgang der Inflationsrate für ein Ende der Zinserhöhungen oder reicht er noch nicht? Dies ist derzeit die heiß diskutierte Frage, nicht nur bei Analysten, sondern wohl auch in der Spitze der Banco de México. In der zweiten Märzhälfte war die Inflationsrate auf 6,6% (J/J) zurückgegangen, dem niedrigsten Wert seit mehr als einem Jahr. Auch die Kernrate zeigte sich mit 8,0% (J/J) leicht entspannt. Die Zielspanne von 2% bis 4% der Zentralbank ist aber in jedem Fall noch weit entfernt. Die geldpolitischen Falken dürften zudem darauf verweisen, dass der Trend bei den Dienstleistungen, insbesondere ohne die Wohnungskomponente, weiter nach oben gerichtet ist. Bis zur nächsten Sitzung der Notenbank Mitte Mai werden noch die Preiszahlen für den April veröffentlicht, auf die daher ein besonderes Augenmerk gerichtet sein sollte. Zudem dürfte die Notenbank auf die Entwicklung der Inflationserwartungen achten. Wir gehen noch von einem letzten Zinsschritt aus, die Entscheidung dürfte aber knapp werden und anders als bei der letzten Anhebung ist auch mit Gegenstimmen im Direktorium zu rechnen. Trotz der bereits weit fortgeschrittenen Zinserhöhungen hielt sich die mexikanische Wirtschaft bisher sehr wacker und ließ kaum Bremsspuren des Zinskurses erkennen. Die Industrieproduk-

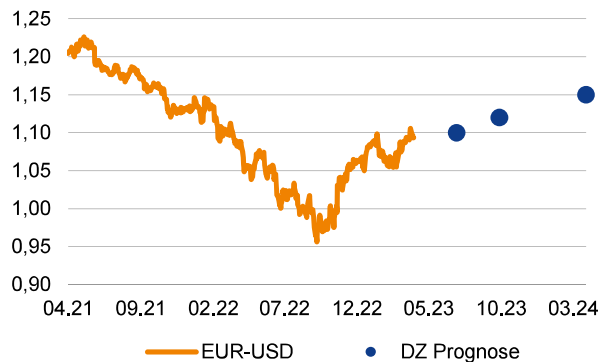
Besser als erwartete Wirtschaftszahlen ermöglichen Konzentration auf die Inflationsbekämpfung

tion lag in den ersten beiden Monaten des Jahres um 0,9% über dem Durchschnitt des Schlussquartals 2022, in dem wiederum nur ein Plus von 0,7% (Q/Q) erreicht wurde.

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

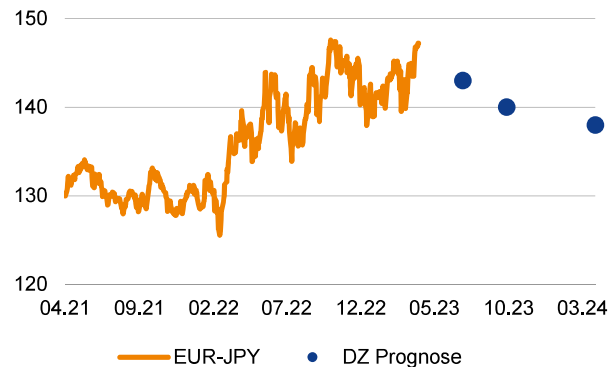
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



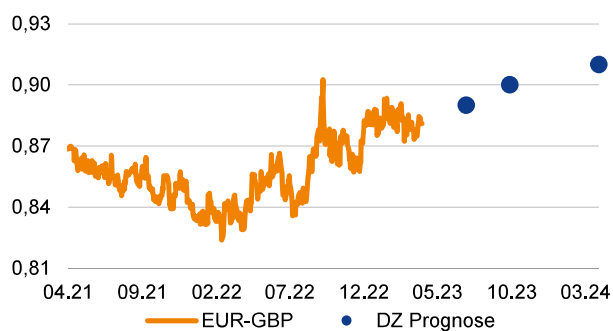
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



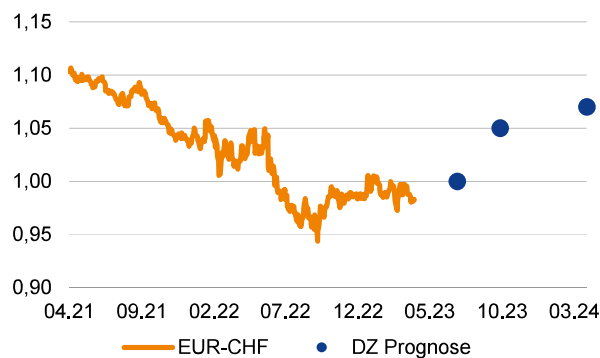
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



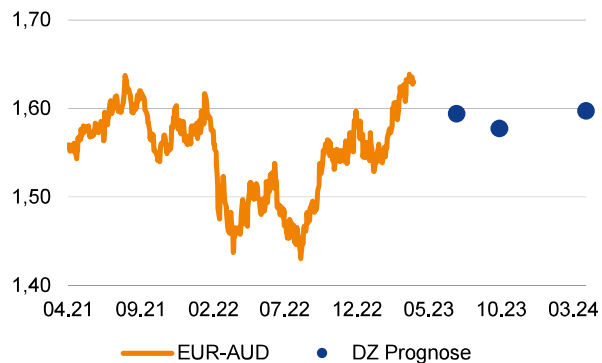
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



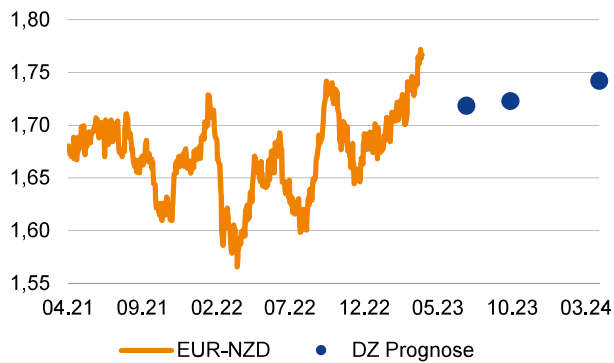
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



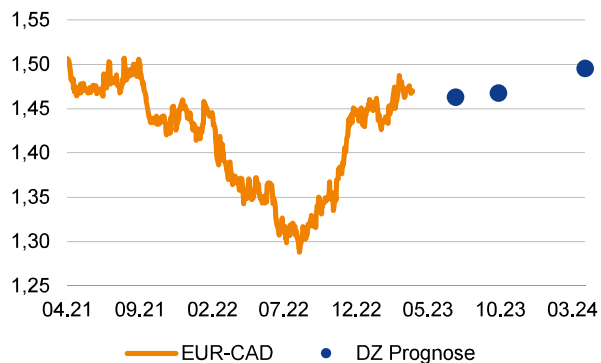
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



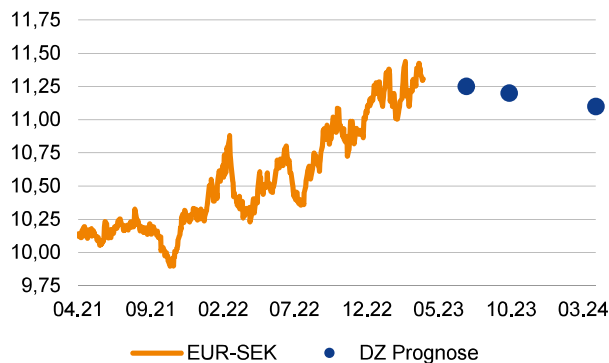
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



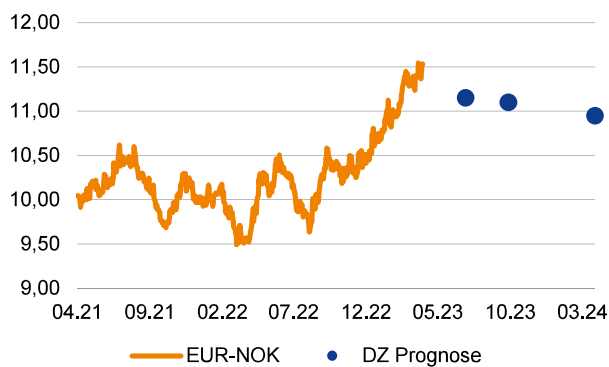
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



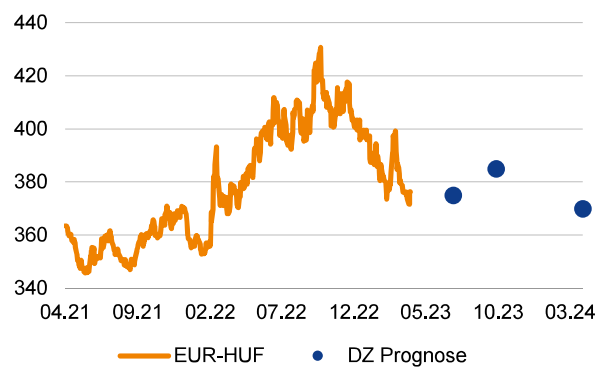
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



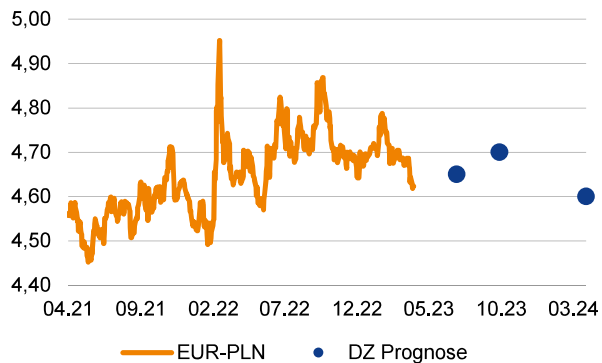
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



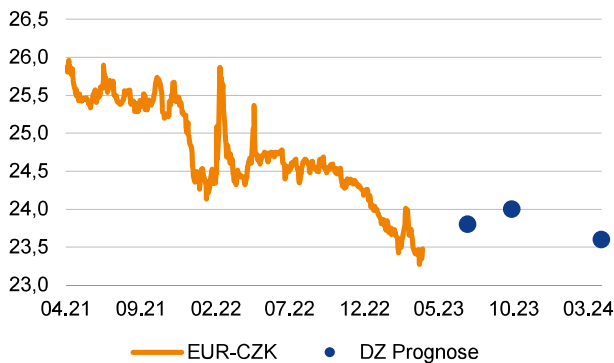
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



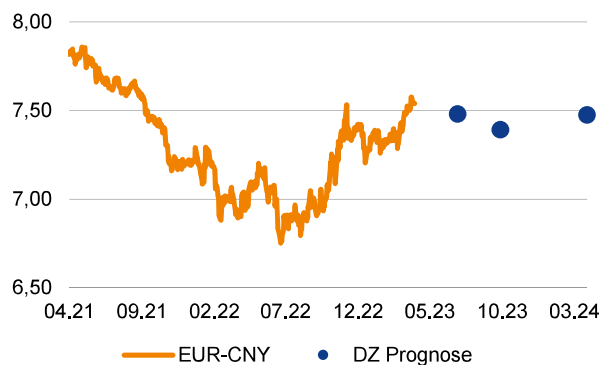
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



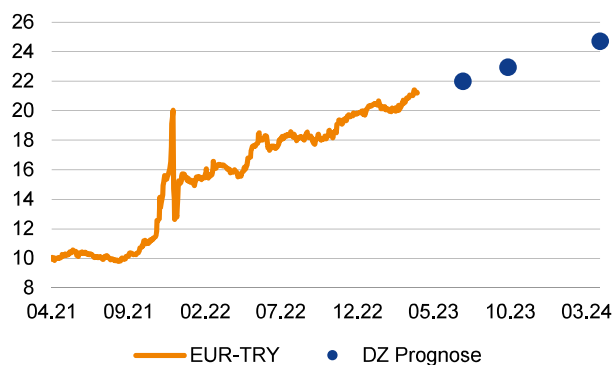
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



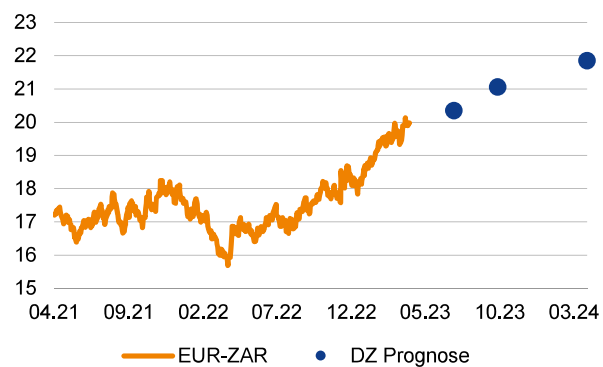
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



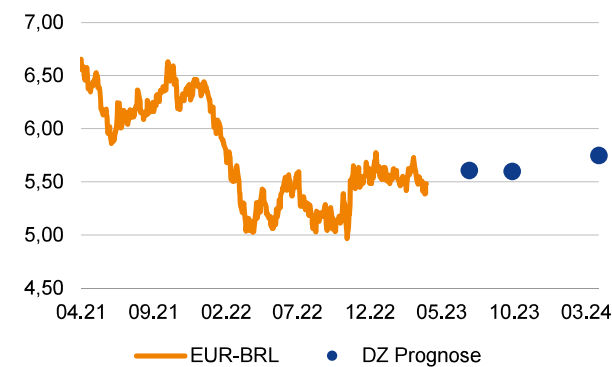
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



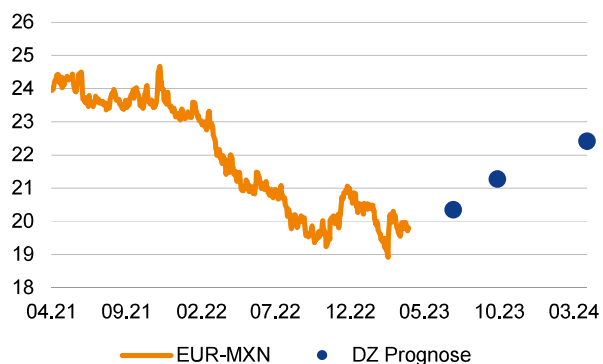
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

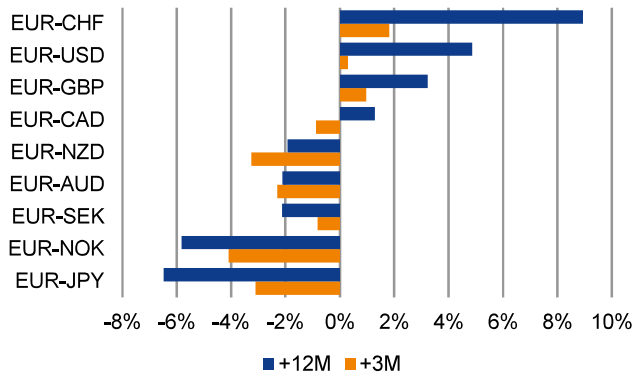
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

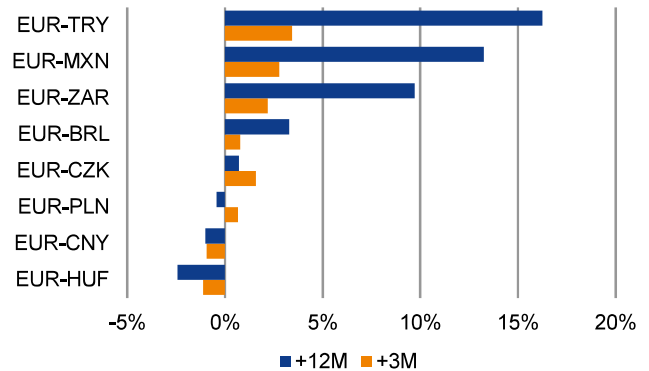
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.0955	1.10	1.12	1.15
EUR/GBP	0.8807	0.89	0.90	0.91
EUR/JPY	147.59	143	140	138
EUR/CHF	0.9832	1.00	1.05	1.07
EUR/AUD	1.6319	1.59	1.58	1.60
EUR/NZD	1.7671	1.72	1.72	1.74
EUR/CAD	1.4746	1.46	1.47	1.50
EUR/NOK	11.59	11.15	11.10	10.95
EUR/SEK	11.34	11.3	11.2	11.1
EUR/PLN	4.6210	4.65	4.70	4.60
EUR/CZK	23.43	23.8	24.0	23.6
EUR/HUF	378.8	375	385	370
EUR/TRY	21.25	22.0	23.0	24.7
EUR/ZAR	19.91	20.4	21.1	21.9
EUR/CNY	7.5435	7.48	7.39	7.48
EUR/BRL	5.5607	5.61	5.60	5.75
EUR/MXN	19.76	20.4	21.3	22.4

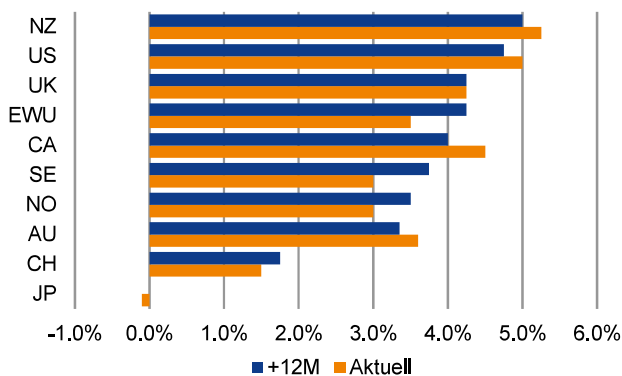
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0955	1.10	1.12	1.15
GBP/USD	1.2440	1.24	1.24	1.26
USD/JPY	134.72	130	125	120
USD/CHF	0.8974	0.91	0.94	0.93
AUD/USD	0.6713	0.69	0.71	0.72
NZD/USD	0.6200	0.64	0.65	0.66
USD/CAD	1.3461	1.33	1.31	1.30
USD/NOK	10.58	10.14	9.91	9.52
USD/SEK	10.35	10.2	10.0	9.7
USD/PLN	4.2181	4.23	4.20	4.00
USD/CZK	21.39	21.6	21.4	20.5
USD/HUF	345.8	341	344	322
USD/TRY	19.40	20.0	20.5	21.5
USD/ZAR	18.18	18.5	18.8	19.0
USD/CNY	6.8859	6.80	6.60	6.50
USD/BRL	5.0759	5.10	5.00	5.00
USD/MXN	18.04	18.5	19.0	19.5

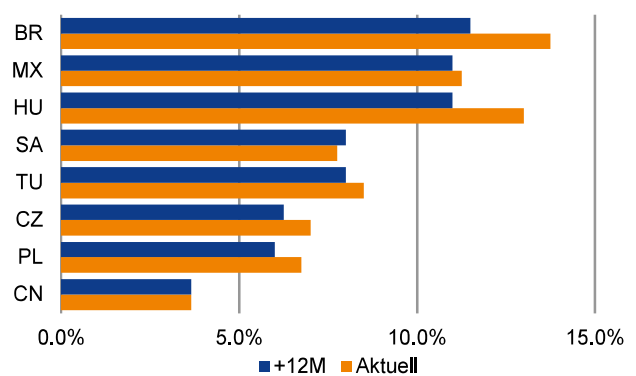
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

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	0,0	0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,2	3,0	8,0	6,7	5,5	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-3,6	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,0	1,7	2,1				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,8	1,0	1,7	1,8	0,4	-0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,8	3,0	5,8	5,1	4,4	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,8	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-3,0	-2,8				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,9	1,3	1,5	0,6	1,2	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,5	1,2	3,6	2,6	2,0	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,1	-5,9	-3,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	1,9	1,9				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,1	-0,5	1,1	-0,1	-0,8	-0,5	-0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	6,6	2,6	10,1	6,8	6,1	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,2	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,4	-2,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,0	1,9	0,0	-0,3	-0,1	0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	2,5	1,4	3,2	2,3	2,0	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	0,1	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9,8	7,8	8,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,7	1,8	2,0	2,4	1,8	1,6	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	6,6	5,9	3,2	7,0	6,5	5,6	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,7	-0,5	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	2,5	0,4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	1,5	2,0	2,3	2,0	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,2	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.)	3,4	-0,7	1,7	1,2	-0,6	-1,8	-1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	6,8	3,8	3,0	5,1	3,2	3,4	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	-2,6	-3,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-1,6	-2,0				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	-0,8	1,2	-0,6	-1,0	-1,1	-0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,7	1,6	10,7	8,1	5,4	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,4	-1,5	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,3	3,4	3,6				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	1,5	1,5	2,7	1,8	0,8	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	4,6	1,2	6,9	4,9	3,7	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	27,0	16,0	6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	29,6	20,8	19,2				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,6	-0,4	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	14,6	18,5	6,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-4,5	-3,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-7,6	-3,8	-2,5
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,3	0,2	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	13,6	6,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,8	-5,1	-3,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,2	-2,8	-1,4
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	-0,7	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	6,2	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-4,9	-2,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,5	-2,6	-0,7
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,6	1,5	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	72,3	43,0	26,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,5	-5,0	-2,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,8	-3,2	-2,8
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,0	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	5,8	4,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,2	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,5	0,5	0,7
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	5,5	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	1,6	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-9,4	-7,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	0,9	1,4
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	0,9	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	5,1	4,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,6	-9,0	-7,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,9	-2,4	-3,0
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,1	1,1	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,8	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-3,1	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-0,9	-0,5

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 Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht. Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume

geben daher nur einen unverbindlichen Anhalt dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen ge-covert 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 in-

vestors“ 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 abgegeben 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 Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine

Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / 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 Gütesiegels für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

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