

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

EZB auf dem Weg zu höheren Zinsen

Die jüngsten Äußerungen von EZB-Vertretern lassen darauf schließen, dass ein erster Zinserhöhungsschritt schon bald erfolgen wird. Im Rahmen der Juni-Ratssitzung werden die geldpolitischen Weichen wohl entsprechend adjustiert. Eine Aufwärtsrevision der Inflationsprojektionen und ein Beschluss zur Beendigung der APP-Nettoneukäufe bis spätestens Mitte Juli öffnet die Tür für eine Leitzinserhöhung am 21. Juli. Um die Symmetrie zwischen den verschiedenen Leitzinsen (Einlagesatz / Hauptrefinanzierungssatz / Spitzenrefinanzierungssatz) wiederherzustellen, dürfte die EZB dabei zunächst nur den Einlagesatz um 25 Bp auf dann -0,25% anheben. Die Notenbanker werden im Kampf gegen die unerwünscht hohe Inflation weiter entschlossen vorangehen und im September erstmals alle Leitzinsen gleichermaßen um 25 Bp anheben. Bis zum Jahresende sollte der Hauptrefinanzierungssatz ein Niveau von 0,75% erreichen. Im März dürfte dann eine weitere Anhebung auf 1% erfolgen.

Angesichts von Inflationssorgen und der Aussicht auf einen Kurswechsel der EZB kam es am Rentenmarkt in den vergangenen Wochen zu einem drastischen Ausverkauf. Die Rendite zehnjähriger Bundespapiere ist dabei in der Spitze bis auf etwa 1,20% geklettert. Betrachtet man die Veränderung der zehnjährigen Bundrenditen über einen rollierenden 100 Tageshorizont wird deutlich, wie ausgeprägt die jüngste Renditeaufwärtsbewegung war. Ein Anstieg von über 100 Basispunkten binnen 100 Tagen war in den letzten 20 Jahren nicht auszumachen. Dies verdeutlicht unserer Ansicht nach zugleich, dass der Spielraum für einen fortgesetzten Renditeanstieg ausgereizt sein dürfte. Die Marktakteure sollten den bevorstehenden Kurswechsel der EZB größtenteils antizipiert haben. Zugleich dürfte die Aussicht auf eine Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik die Inflationssorgen allmählich dämpfen. Vor diesem Hintergrund favorisieren wir auf Sicht von drei Monaten eine Konsolidierung der 10J Bundrendite im Bereich um 1%. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir dann einen Anstieg auf 1,2%.

Mit Blick auf den Euro dürfte eine Zinswende im Juli zwar durchaus ein grundsätzlich positives Signal sein. Überraschend käme sie allerdings nicht (mehr). Als Basis für eine EUR-Aufwärtsrallye dürfte die zu erwartende Änderung bei der Ausrichtung der Geldpolitik folglich nicht dienen – schon gar nicht unter Berücksichtigung früherer Erfahrungen, wonach EZB-Präsidentin Lagarde ein Händchen dafür hat, selbst Euro-positive Entscheidungen der Währungshüter im Zuge der anschließenden Pressekonferenz zu einer Belastung für den Kurs der Gemeinschaftswährung ausarten zu lassen. Solange sich der Euro mit Ukraine-Krieg und unsicheren Konjunkturperspektiven auseinandersetzen muss, sind weitere Kursverluste auf kurze Sicht nicht auszuschließen. Erst die Stabilisierung der Rahmenbedingungen in der Ukraine und ein Ende der akuten Kampfhandlungen dürften den Weg für moderat höhere Notierungen im letzten Drittel des Jahres ebnen.

Christian Reicherter, ANALYST, +49 (0)69 7447 42619

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
19.5.2022 12:23 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN

EWU: EZB-Zinswende für Juli auf der Agenda, Euro-Euphorie bleibt aus	2
USA: Fed hält Kurs – Warnungen vor Rezession werden lauter	3
Japan: Yen als Spiegelbild der globalen Zeitenwende	4
Vereinigtes Königreich: Sterling ringt um Klassenerhalt	5
Schweiz: Inflationsschub ja, aber keine Zweitrundeneffekte	7
Australien & Neuseeland: Keine Überlegenheit gegenüber dem "Greenback" oder gar dem Euro	8
Kanada: Weitere Zinsanhebungen wahrscheinlich	9
Skandinavien: Die Inflation drängt die Notenbanken zum Handeln	10

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Leitzinserhöhungszyklen nähern sich ihrem Ende	12
Russland: Rubelstärke wird unheimlich	13
Türkei & Südafrika: Zwei Inflationswelten	14
China: Festhalten an Null-Covid-Strategie fordert Tribut	16
Brasilien & Mexiko: Geldpolitik in der Verantwortung	17

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: EZB-Zinswende für Juli auf der Agenda, Euro-Euphorie bleibt aus

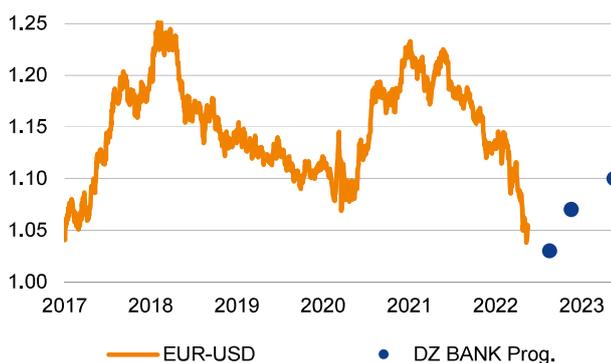
Die politischen und ökonomischen Vorgaben lassen für den Euro weiterhin zu wünschen übrig. Der Krieg in der Ukraine setzt sich fort, ohne dass Anzeichen einer Annäherung der Konfliktparteien zu erkennen sind. Entsprechend rechnen wir mittlerweile erst gegen Ende des Sommers mit einer Stabilisierung der dortigen Situation. Mindestens bis dahin dürften mögliche Energieknappheiten und ihre potenziellen wirtschaftlichen Folgen für den Euroraum immer wieder diskutiert werden. Geht es nach der Einschätzung des russischen Präsidenten Putin, begeht die EU mit ihrer Sanktionspolitik „ökonomischen Selbstmord“. Der Regierungschef Ungarns scheint das ähnlich zu sehen und blockiert gemeinsam mit einigen anderen Staaten Osteuropas das von Brüssel avisierte Embargo gegen russisches Öl. Die nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine zelebrierte Geschlossenheit in den Reihen der Europäischen Union bekommt offensichtlich Risse.

Tendenziell erfreulich dürfte für die Gemeinschaftswährung hingegen sein, dass innerhalb des EZB-Rats die Front gegen höhere Zinsen in naher Zukunft offenbar bröckelt. Zahlreiche Mitglieder des Entscheidungsgremiums haben sich in den vergangenen Wochen für einen Zinsschritt im Rahmen des im Juli anstehenden Treffens ausgesprochen. Der niederländische Vertreter, Klaas Knot, brachte sogar einen Zinsschritt um mehr als 25 Bp ins Spiel. Sollten die Daten auf eine Verschärfung des Preisdrucks hindeuten, dürfte eine stärkere Anhebung nicht ausgeschlossen werden, so der Niederländer. Die Weichen für eine Einlagesatzanhebung sollten bereits im Rahmen der Juni-Sitzung gestellt werden. Neben einer deutlichen Anhebung der Inflationsprojektionen der EZB-Mitarbeiter dürfte auch das Ende der Anleiheankäufe auf Sicht weniger Wochen festgezurt werden.

Schwierige Rahmenbedingungen: Euro rutscht zeitweise auf Kurse um 1,0350 USD ab...

... während sich die Anzeichen verdichten, dass die EZB-Zinswende im Juli vollzogen werden dürfte

NEUE EUR-USD-PROGNOSE: EURO TUT SICH SCHWER
EUR-USD INKL. DZ BANK PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LANGFRISTIGE INFLATIONSERWARTUNGEN KLAR ÜBER EZB-ZIEL
5J5J INFLATIONSERWARTUNGEN GEMÄSS INFLATIONSSWAPS



Quelle: Bloomberg

Eine Zinswende im Juli wäre zwar der erste positive Zinsschritt seit mehr als zehn Jahren. Überraschend käme sie allerdings nicht (mehr). Vielmehr preisen die EWU-Geldmärkte aktuell vier Leitzinserhöhungen à 25 Bp bis Jahresende ein. Als Basis für eine EUR-Aufwärtsrallye dürfte die zu erwartende Änderung bei der Ausrichtung der Geldpolitik folglich nicht dienen – schon gar nicht unter Berücksichtigung früherer Erfahrungen, wonach EZB-Präsidentin Lagarde ein Händchen dafür hat, selbst Euro-positive Entscheidungen der Währungshüter im Zuge der anschließenden Presse-

Restriktivere EZB-Geldpolitik mag den Euro vor der USD-Parität bewahren, aber keine Rallye auslösen

konferenz zu einer Belastung für den Kurs der Gemeinschaftswährung ausarten zu lassen.

Solange sich der Euro mit Ukraine-Krieg und unsicheren Konjunkturperspektiven auseinandersetzen muss, sind weitere Kursverluste auf kurze Sicht nicht auszuschließen. Erst die Stabilisierung der Rahmenbedingungen in der Ukraine und ein Ende der akuten Kampfhandlungen dürften den Weg für moderat höhere Notierungen im letzten Drittel des Jahres ebnen. Auf Sicht von zwölf Monaten trauen wir dem Währungspaar Kursgewinne bis in den Bereich der Marke von 1,10 USD zu.

Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

Ende der Kampfhandlungen in der Ukraine im Herbst ebnet Weg für EUR-USD in Richtung 1,10 USD

USA: Fed hält Kurs – Warnungen vor Rezession werden lauter

Die US-Notenbank bleibt auf Kurs. Dies dürfte die Botschaft sein, die ihr Vorsitzender, Jerome Powell, jüngst noch einmal hervorheben wollte. Nach dem „großen“ 50-Bp-Schritt von Anfang Mai sprach sich der Zentralbankchef auch mit Blick auf die beiden nächsten Sitzungen für Leitzinsanhebungen in dieser Größenordnung aus. Die Maßnahmen würden fortgesetzt, bis der Preisdruck „klar und überzeugend“ nachlasse. Auch ein Überschreiten des neutralen Leitzinsniveaus sei möglich, so Powell.

Notenbankchef spricht sich für zwei weitere „große“ Zinsschritte im Juni und Juli aus

Mit Blick auf Befürchtungen, die restriktivere Geldpolitik könne die US-Wirtschaft und den dortigen Arbeitsmarkt über Gebühr belasten und eine Rezession nach sich ziehen, sind seine Aussagen schon nicht mehr ganz so eindeutig zu interpretieren. Einerseits könne es „schmerzhaft“ werden, die Inflation wieder in den Griff zu bekommen, andererseits gebe es einen „Pfad“ für die Geldpolitik, der den Preisdruck dämpfe und die starke Situation am Arbeitsmarkt bewahre. Klarer in der Aussage, aber nicht wirklich hilfreicher, waren die Äußerungen von Neel Kashkari, Präsident der Minneapolis Fed und geldpolitische Taube im Kreis der US-Notenbanker. Er ließ wissen, dass er und seine Kollegen derzeit schlichtweg nicht einschätzen können, inwieweit eine Rezession der US-Wirtschaft notwendig werde, um die Kontrolle über die Preissteigerungsraten zurückzugewinnen.

Wie groß sind die Rezessionsrisiken – hier ist von der Fed keine klare Botschaft zu bekommen

ZINSERHÖHUNGEN UND ROBUSTE KONJUNKTUR STÜTZEN USD
USD-INDEX



Quelle: Bloomberg

ABWÄRTSREVISION BEI US-KONJUNKTURPROGNOSEN FÜR 2023
KONSSENS-BIP-PROGNOSEN FÜR 2023 (J/J) IN %



Quelle: Bloomberg

Bislang sind es nur einige wenige Marktteilnehmer und Beobachter, die vor den zunehmenden Rezessionsgefahren warnen. Tatsächlich prognostiziert laut Bloombergumfrage keiner der teilnehmenden Volkswirte bis Ende 2023 ein über mindestens zwei Quartale anhaltendes negatives Wirtschaftswachstum. Dies soll nicht heißen, dass die US-Geldpolitik keine Spuren in der Erwartungshaltung hinterlassen hätte. Vielmehr hat sich die Konsensprognose für das kommende Jahr in den letzten Monaten spürbar nach unten entwickelt. Wurde Anfang des Jahres noch ein BIP-Plus in Höhe von 2,5% (J/J) für das nächste Jahr prognostiziert, sind es aktuell nur noch gut 2%.

Den US-Dollar tangieren diese Abwärtsrevisionen bislang nicht. Er kann sich daran festhalten, dass die Leitzinsen dynamisch ansteigen und die US-Wirtschaft sowohl insgesamt als auch im internationalen Vergleich – beispielsweise mit Europa – ein robustes Bild abgibt. Dies mag sich zwar mittel- bis langfristig ändern. Auslöser, die der rosaroten USD-Brille einen merklichen Kratzer verpassen könnten, stehen allerdings in den nächsten Wochen nicht auf der Agenda.

Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

US-Wachstumsprognosen für 2023 laut Bloombergkonsens zuletzt deutlich nach unten revidiert, ...

... den Greenback kümmert das bislang wenig bis gar nicht

Japan: Yen als Spiegelbild der globalen Zeitenwende

Viel wird derzeit weltweit über die „Zeitenwende“ an den Finanzmärkten gesprochen. Welche Folgen der Abschied von der Ära ohne Inflationsdruck und mit niedrigen Zinsen auch über einen längeren Horizont haben dürfte – das spiegelt sich derzeit im Yen perfekt wider. Die Devisenmärkte haben ihr Interesse an (gefühlter) Sicherheit verloren und suchen nicht mehr nach Sicheren Häfen, sondern nach Rendite. Statt Risikoaversion treiben die geldpolitischen Aussichten die Währungen. Und da hat der Yen klar das Nachsehen, egal mit wem man ihn vergleicht. Während andere Notenbanken sich in ihren Zinserhöhungsabsichten gegenseitig überbieten, bestreitet die Bank von Japan nicht nur Exit-Ambitionen, sie sorgt sogar bewusst für expansive Impulse. Um ein Überschreiten des Zinsziels im Rahmen der YCC-Politik (Yield Curve Control) zu verteidigen, ist die BoJ in den letzten Wochen wiederholt am JGB-Markt mit Kaufangeboten aufgetreten. Auch verbal lassen die Notenbanker keine Zweifel aufkommen – eine Teilnahme an der globalen Wende der Geldpolitik steht für sie nicht zur Diskussion. In einem Umfeld weltweit steigender Renditen ist dieser Faktor ein durch nichts wettzumachender Belastungsfaktor für den Yen. USD-JPY-Kurse von bis zu 131,34 JPY sind daher mehr als nur die übliche globale USD-Stärke.

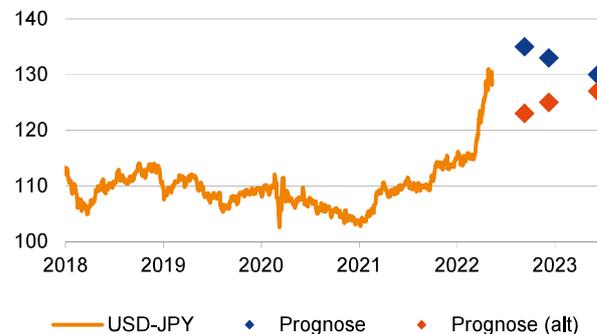
Zeitenwende: Suche nach Rendite ersetzt Suche nach Sicherheit

Eine flexiblere Auslegung des Zinsziels (Ausweitung des Toleranzbands von aktuell +/-25 Basispunkte) könnte eine elegante Lösung sein. Mehrere BoJ-Vertreter haben jedoch bestritten, dass es entsprechende Pläne gebe. Eine Ausweitung wäre nichts Anderes als eine Zinserhöhung, und die sei für die Wirtschaft nicht angemessen, erklärt beispielsweise Uchida. Ein solches Dementi schließt nicht aus, dass der Schritt nicht trotzdem kommen könnte. So war die Senkung der Leitzinsen in den negativen Bereich Anfang 2016 (damals ein geldpolitisches Novum) noch wenige Tage vor dem Beschluss vehement abgelehnt worden. Bis sich hier ein Umdenken abzeichnet, bleibt das Thema der geldpolitischen Divergenz der zentrale Faktor für – oder vielmehr gegen den Yen. Um zudem der länger als bislang von uns unterstellt anhaltenden USD-Stärke Rechnung zu tragen, haben wir unsere USD-JPY-Prognose angehoben und erwarten jetzt Kurse von 135 JPY (+3M) bzw. 130 JPY (+12M).

Revision USD-JPY-Prognose

BANK VON JAPAN VERTEIDIGT UNBEIRRBAR IHR ZINSZIEL
 RENDITE 10J JGB, BOJ-ZIEL TOLERANZBAND, IN %


Quelle: Refinitiv, BoJ

GEGEN DEN STARKEN USD IST VORERST KEIN KRAUT GEWACHSEN
 USD-JPY: KURSVERLAUF UND PROGNOSE DZ BANK RESEARCH


Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

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

Vereinigtes Königreich: Sterling ringt um Klassenerhalt

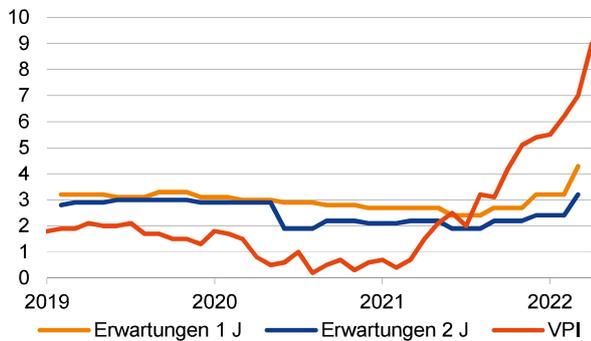
Ein Problem kommt selten allein. Derzeit hat das Pfund zahlreiche Herausforderungen zu bewältigen. Dazu gehören ein überhöhter Dollarkurs, die hohe Inflation im Vereinigten Königreich, die "Partygate"-Probleme der Vorsitzenden der beiden großen politischen Parteien (wobei die Probleme von Johnson schwerwiegender sind), ein schlechtes Abschneiden der Konservativen Partei bei den Kommunalwahlen, der Krieg in der Ukraine und die Tatsache, dass das Nordirland-Protokoll kurz vor dem Aus steht.

Bei den Kommunalwahlen Anfang Mai hat die Konservative Partei von Premierminister Johnson zwar schlecht abgeschnitten und mehr als 300 Sitze verloren, jedoch war der Verlust nicht ganz so groß, wie von manchen prophezeit. Jedenfalls war das Wahlergebnis nicht schlecht genug, um Johnsons Parteiführung ernsthaft infrage zu stellen. Auch der Labour Party ist es nicht gelungen, aus der Unbeliebtheit des Premiers Kapital zu schlagen. Wenngleich Johnson immer noch unter Beschuss steht, herrscht die allgemeine Auffassung, dass es nicht an der Zeit ist, ihn zu ersetzen, solange Russlands Krieg gegen die Ukraine andauert. Dieser Aspekt der politischen Lage ist somit ein zwar geringer, aber chronischer Belastungsfaktor für das Pfund.

Auch die Situation in Nordirland ist für das Pfund nicht gerade förderlich. Das unausgegorene Nordirland-Protokoll ist schon seit seinem Inkrafttreten ein wirtschaftliches und politisches Hemmnis. Jetzt hat die Unzufriedenheit bezüglich der Auswirkungen und Widersprüche des Protokolls die politische Stimmung unter den Unionisten fast auf den Siedepunkt getrieben. Die Versuche Londons und der EU, eine Lösung für die Umsetzung des Protokolls auszuhandeln, sind ins Stocken geraten. Das Vereinigte Königreich steht kurz davor, das Protokoll aufzukündigen, was wahrscheinlich einen Handelskrieg mit der EU auslösen würde.

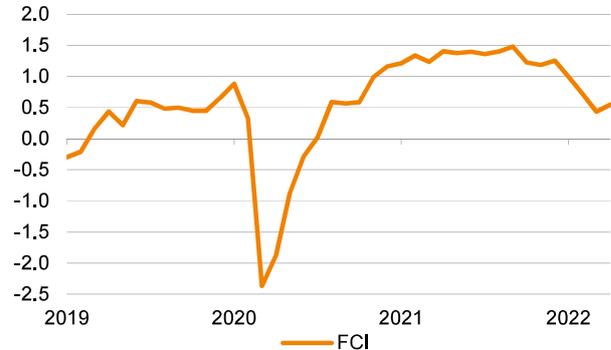
Viele negative Faktoren belasten das Pfund
Ergebnisse der Kommunalwahlen nicht schlecht genug, um Johnson aus dem Amt zu drängen
Die Probleme mit dem Nordirland-Protokoll drohen sich zu einer großen Krise auszuweiten

DIE BRITISCHE INFLATION STEIGT UND STEIGT INFLATION & INFLATIONSERWARTUNGEN (BOE-UMFRAGE), BEIDE IN %



Quelle: Bloomberg

BANK OF ENGLAND STRAFFT SCHRITTWEISE IHRE POLITIK UND MACHT FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN WENIGER ATTRAKTIV FINANCIAL CONDITIONS INDEX, INDEX-PUNKTE



Quelle: Bloomberg

Was die Wirtschaft betrifft, so stellt die Inflation mit ihrem unaufhaltsamen Anstieg weiterhin ein großes Problem dar. Auf ihrer Mai-Sitzung deutete die Bank of England sogar an, dass der Höchststand der Teuerungsrate im zweistelligen Bereich liegen könnte. Allerdings hat die Bank auch deutlich gemacht, dass der Inflationsdruck zu einem großen Teil auf Faktoren wie die Energiepreise zurückzuführen sei, die außerhalb ihres direkten Einflussbereichs lägen. Angesichts der angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt und der Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale dürfte die BoE die Zinsen in den Sommermonaten dennoch weiter anheben. Zwei Zinsschritte von je 25 Basispunkten sind unserer Ansicht nach wahrscheinlich. Trotz der bisherigen Strafung ist festzustellen, dass die Finanzierungsbedingungen insgesamt eher als weniger attraktiv denn als restriktiv bezeichnet werden können. Dies wird die Bank bei ihren weiteren Zinsschritten zweifellos berücksichtigen. Ebenso, im Übrigen, wie die jüngste Schwäche des Pfunds, die den Inflationsschub weiter befeuert. Die langfristigen Prognosen werden durch die jüngste Einschätzung der BoE erschwert, wonach die Wirtschaft im Jahr 2023 tatsächlich einen leichten Rückgang (0,25 % im Jahresvergleich) und nicht das zuvor erwartete Wachstum von 1,25 % im Jahresvergleich, verzeichnen dürfte. Das Bestreben der Bank, die Inflation wieder auf den Zielwert zu bringen, ohne die Wirtschaft zu drosseln, scheint ein ziemlich schwieriges Unterfangen zu sein.

Für das Pfund bedeuten das Fehlen grundsolider wirtschaftlicher Fundamentaldaten und die bestehenden politischen Risiken, dass der Rahmen für Kursgewinne in den kommenden Monaten eher begrenzt sein dürfte. Es wäre voreilig zu behaupten, dass das Pfund nunmehr seinen Jahrestiefstand erreicht hat - die Politik ist unberechenbar - und auch die BoE kann nur begrenzt Einfluss nehmen.

Die Inflation hat ihren Höhepunkt noch nicht erreicht, und die BoE dürfte im Sommer weitere Zinserhöhungen vornehmen

Pfund mit begrenztem Aufwärtspotenzial in den kommenden Monaten

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

Schweiz: Inflationsschub ja, aber keine Zweitrundeneffekte

Bricht auch für die Schweiz bzw. die Geldpolitik der Eidgenossen eine neue Ära an? Im April betrug die Inflation 2,5% (J/J), höchster Stand seit 2008 und zweiter Monat in Folge oberhalb des SNB-Inflationsziels von 2%. Die Zeiten der Niedriginflation bis hin zu Deflations-Ängsten dürften in der Tat auch in der Schweiz beendet sein. Dennoch ist die Ausgangslage eine andere als in vielen anderen Ländern. Dem globalen Energiepreisschub kann man sich zwar nicht entziehen. Erdölprodukte waren im April 38,5% teurer, Heizöl sogar 75% (jeweils J/J). In der Kernrate, also bereinigt um Energie, Treibstoffe und saisonale Produkte, liegt die Inflation jedoch bei 1,6% (J/J).

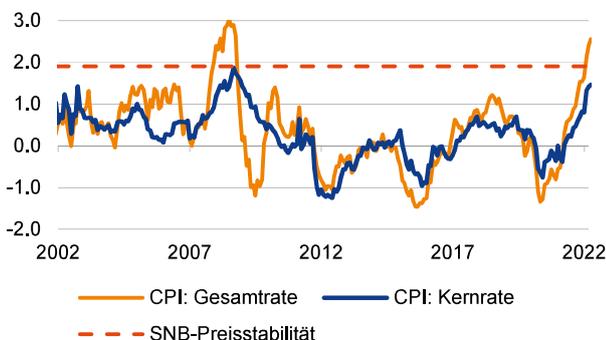
Diese Divergenz ist der Schlüssel zum geldpolitischen Kurs der SNB. Solange die gefürchteten Zweitrundeneffekte ausbleiben, sieht die Notenbank keinen Handlungsauftrag für sich. Als Beispiel sei hier die Entwicklung der Lebensmittelpreise herausgegriffen. Während Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke in Deutschland im April um 8% teurer als im Vorjahresmonat waren, wurde es für die Schweizer Konsumenten sogar um 0,3% billiger. Die stetige Frankenaufwertung hat hier klar preisdämpfend gewirkt. Dazu gibt es auch strukturelle Unterschiede. Insgesamt liegt das Preisniveau im Schweizer Einzelhandel höher, und es ist nicht von einem so harten Wettbewerb geprägt wie in Deutschland, wo die Margen ausgereizt sind. Im Umkehrschluss erspart diese Situation den Schweizer Händlern eine schnelle Preis-anpassung an die erhöhten Beschaffungskosten, da sie über mehr Puffer verfügen. Das Risiko, dass aus dem Energiepreisanstieg eine sich selbst nährende Inflations-spirale entsteht, beurteilt die SNB daher als wenig akut. Ihr in den Projektionen für das Jahr 2023 unterstellter Rückgang der Teuerung auf 0,9% (J/J) unterstreicht dieses Hoffen auf nur einen vorübergehenden Inflationsschub. Dieser Wert dürfte angesichts der jüngsten Entwicklungen jedoch nur schwer zu halten sein. Bei der nächsten SNB-Lagebeurteilung am 16. Juni dürften die Währungshüter um eine Anhebung ihrer bedingten Inflationserwartungen kaum umhinkommen. Ob es darüber hinaus Indizien für eine vorsichtige geldpolitische Normalisierung gibt, wird der Schweizer Franken (und wir mit ihm) bei dieser Gelegenheit genau beäugen.

Inflation im April erneut über SNB-Zielmarke

Energiepreisanstieg führt kaum zu Zweitrundeneffekten; Lebensmittel werden sogar billiger

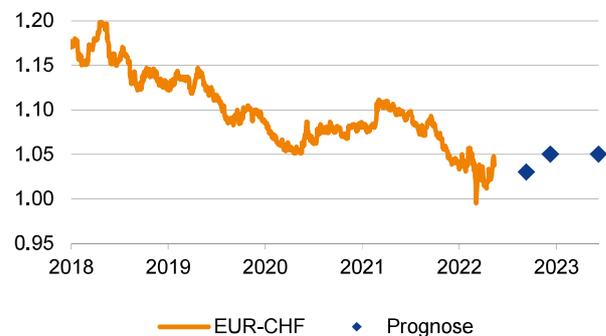
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

INFLATION SPRINGT AN, KERNRATE NOCH IM GRÜNEN BEREICH
SCHWEIZER KONSUMENTENPREISE, VERÄNDERUNG J/J IN %



Quelle: Refinitiv

EZB-SPEKULATIONEN VERHELFFEN DEM EUR ZUR STABILISIERUNG
EUR-CHF: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK RESEARCH



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Australien & Neuseeland: Keine Überlegenheit gegenüber dem "Greenback" oder gar dem Euro

In Australien begann die Reserve Bank ihren aktuellen Zinserhöhungszyklus mit einem größer als erwarteten Schritt von 25 Basispunkten, um den Leitzins von 0,10% auf 0,35% (erwartet wurden 0,15%) anzuheben. Die RBA hatte viele gute Gründe für diesen Schritt.

Die australische Wirtschaft schloss das Jahr 2021 mit einem starken Wachstum von 4,1% (J/J) ab, und die meisten der bisher in diesem Jahr veröffentlichten Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsaktivität recht robust geblieben ist trotz der Omikron-Welle der Pandemie. Nach den jüngsten Daten vom März ist die Arbeitslosigkeit auf 4% und damit auf ein Zwanzigjahrestief gesunken. Die Inflationsrate hingegen kletterte im ersten Quartal auf 5,1% (J/J), und der zunehmende Druck auf die Löhne lässt vermuten, dass sie weiter ansteigen wird.

Da die RBA davon ausgeht, dass die Inflation zum Jahresende einen Höchststand von etwa 6% erreichen wird, ist eine weitere Straffung der geldpolitischen Zügel zu erwarten. Obwohl am 21. Mai Parlamentswahlen stattfinden, deutet die Tatsache, dass die RBA die Zinssätze während des Wahlkampfes angehoben hat, darauf hin, dass sie sich nicht von politischen Erwägungen beeinflussen lassen dürfte. Sollte die Labor Party, die sich für Lohnerhöhungen über der 5%-Marke ausgesprochen hat, die Wahlen gewinnen, könnte die RBA sogar gezwungen sein, das Tempo der Zinserhöhungen zu steigern, um eine Lohn-Preisspirale zu verhindern. Nach unserer Einschätzung dürfte der Cash-Zielsatz in sechs Monaten bei 1,50% liegen, wobei die Risiken eher zunehmen.

Der australische Dollar hat im vergangenen Monat sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar an Boden verloren. Letzterer profitiert eindeutig von seiner enormen Bedeutung als sicherer Hafen und von Liquiditätszuflüssen, da er gegenüber allen wichtigen Handelswährungen zugelegt hat. Was EUR-AUD betrifft, so hat der Euro innerhalb von vier Wochen etwa fünf Cent zugelegt und notiert nun bei 1,51 AUD. Damit befindet er sich aber immer noch in der unteren Hälfte der Handelsspanne, die in diesem Jahr bisher zu beobachten war. Obwohl die DZ BANK mittlerweile davon ausgeht, dass die EZB ihren Zinserhöhungszyklus im Juli einleiten wird, wird die RBA in diesem Jahr wahrscheinlich noch weitere Maßnahmen ergreifen. Das Aufwärtspotenzial für den Euro ggü. dem AUD dürfte also in den kommenden Quartalen begrenzt sein.

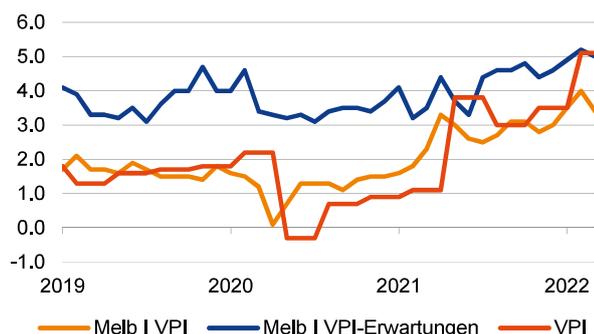
Die RBA begann ihre Zinsanhebungsrunde aggressiver als erwartet

Starkes Wachstum, ein angespannter Arbeitsmarkt und steigende Löhne deuten auf anhaltenden Inflationsdruck hin

Weitere geldpolitische Straffung wahrscheinlich

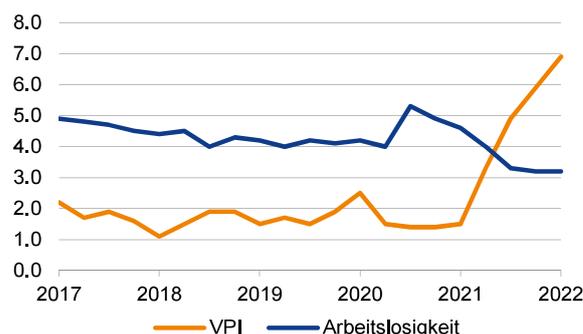
Der AUD ist in jüngster Zeit sowohl gegenüber dem USD als auch dem EUR in die Defensive geraten

AUSTRALIEN: INFLATIONSERWARTUNGEN STEIGEN DYNAMISCH IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

NEUSEELAND: VERBRAUCHERPREISINFLATION STEIGT AN, ARBEITSMARKT IST SEHR ANGESpanNT IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

In Neuseeland ist die Wirtschaft ebenfalls robust. Außerdem hat die Zentralbank schon vor Monaten ihren Zinserhöhungszyklus zur Eindämmung der Inflation eingeleitet und die Runde ist offensichtlich noch lange nicht beendet. Nach der Anhebung um 50 Basispunkte auf 1,50% am 13.04.22 und angesichts des unverminderten Teuerungsdrucks wird eine weitere Zinserhöhung um 50 Basispunkte noch in diesem Monat erwartet. Finanzminister Robertson hat ebenfalls darauf hingewiesen, dass die aktuelle Inflation ein "signifikantes" Problem darstellt, und er seinen Haushaltsplan (der am 19.05.22 vorgelegt werden soll) entsprechend anpassen wird. Dennoch deuten ein angespannter Arbeitsmarkt, angebotsseitige Einschränkungen und steigende Inflationserwartungen allesamt darauf hin, dass die RBNZ bis ins Jahr 2023 an ihrem restriktiven Kurs festhalten wird.

Die RBNZ hat im April die Zinssätze um 50 Basispunkte angehoben und wird dies voraussichtlich auch im Mai tun

Für den Ausblick für EUR-NZD und NZD-USD gelten ähnliche Erwägungen wie für den AUD gegenüber den beiden Leitwährungen. Auch wenn NZD-USD in den kommenden Monaten nur geringfügig zulegen dürfte, gehen wir in unseren Prognosen für den Euro davon aus, dass sich der NZD eher im unteren bis mittleren 1,60er Bereich bewegen wird.

NZD dürfte in den kommenden Monaten auf der Stelle treten

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

Kanada: Weitere Zinsanhebungen wahrscheinlich

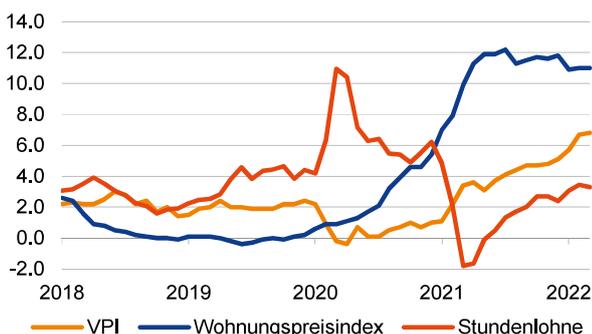
In den vergangenen Wochen waren die Konjunkturdaten aus Kanada überwiegend positiv und die Wirtschaft entwickelt sich weiterhin gut. So zeigten die Ende April veröffentlichten BIP-Daten für Februar ein Wirtschaftswachstum von 4,5% (J/J) gegenüber 4,6% für das Gesamtjahr 2021. Die Arbeitslosenquote ist mit 5,2% im April auf ein Rekordtief gesunken.

Weiterhin solide Fundamentaldaten, Arbeitslosigkeit auf Rekordtief

Neben diesen guten Nachrichten gibt es allerdings auch eine schlechte. Die Inflationsrate ist nicht nur im Anstieg begriffen, sondern steigt auch schneller (Jahresteuerrate 5,7% im Februar, 6,8% im April). Natürlich ist dies zum Teil auf globale Probleme wie Versorgungsengpässe und hohe Energiepreise zurückzuführen, die (teilweise) durch den Krieg Russlands gegen die Ukraine verursacht werden. Aber wie der starke Anstieg der Wohnungspreise in Kanada zeigt, spielen auch andere Faktoren eine Rolle.

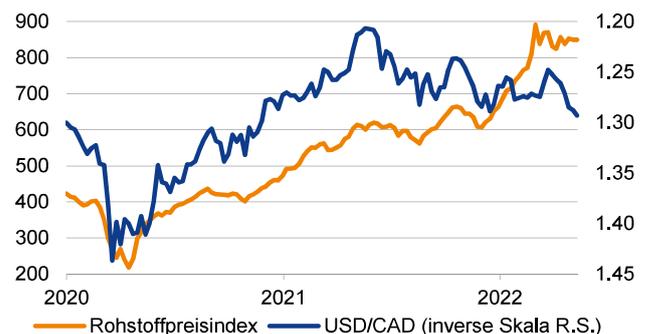
Aber die Inflation ist auf dem Vormarsch und kletterte im März auf 6,7 % (J/J)

DIE BANK OF CANADA MUSS DEN INFLATIONSDRUCK AN MEHREREN FRONTEN BEKÄMPFEN
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

DIE ROHSTOFFPREISE STAGNIEREN, WODURCH EINE WICHTIGE STÜTZE FÜR DEN CAD WEGBRICHT
ROHSTOFFPREISINDEX DER BOC, IN PUNKTEN; USD-CAD



Quelle: Bloomberg

Die Bank of Canada (BoC) hält eine Straffung der Geldpolitik für unerlässlich, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen und die Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau zu halten. Nach der Anhebung des Leitzinses um 50 Basispunkte Mitte April ist ein vergleichbarer Schritt auf der Juni-Sitzung der kanadischen Währungshüter wahrscheinlich. Der stellvertretende Gouverneur erklärte in einer Rede am 12. Mai, dass die Zinssätze (bei 1 %) immer noch "zu stimulierend" seien und dass die Wirtschaft mit einer geldpolitischen Straffung zurechtkomme. Seinen Angaben zufolge könnten die Zinssätze möglicherweise sogar über das neutrale Niveau hinaus angehoben werden. Dennoch verfolgt die BoC mit ihren geldpolitischen Anpassungen das Ziel einer weichen Landung.

Ebenso wie andere Leitwährungen, selbst solche mit soliden Fundamentaldaten und starker Rohstoffbasis, hat der kanadische Dollar in den vergangenen Wochen gegenüber seinem US-Rivalen an Boden verloren. USD-CAD hat zwar um rund vier Cent zugelegt und notiert nun bei etwa 1,30 CAD, doch ist dies immer noch der niedrigste Stand seit 18 Monaten für den CAD. Dagegen hat EUR-CAD ein paar Cent verloren und notiert nun bei 1,3450 CAD. Da der US-Dollar aufgrund seiner Bedeutung als sicherer Hafen nach wie vor von einem starken Anlegerinteresse profitiert, dürfte er in den Sommermonaten im Aufwind bleiben. Bei EUR-CAD zeichnet sich eine Seitwärtsbewegung in Richtung 1,35 CAD ab.

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

Die Bank of Canada ist entschlossen, die geldpolitischen Zügel gegebenenfalls stark anzuziehen

CAD könnte in den Sommermonaten noch etwas an Boden verlieren, jedoch ist eine Seitwärtsbewegung gegenüber dem Euro zu erwarten

Skandinavien: Die Inflation drängt die Notenbanken zum Handeln

Jüngst veröffentlichte Daten zeigen, dass der Krieg in der Ukraine auch Schwedens Lieferketten beeinträchtigt hat und die Energiekosten in die Höhe treibt. Die für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsrate hat im März bereits die Marke von 6% (J/J) überschritten und befindet sich auf dem höchsten Stand seit Anfang der 1990er Jahre. Die Zentralbank strebt eine Inflation von 2% an. Schwedens Notenbank hat sich Ende April recht überraschend vom Nullzins verabschiedet und den Repo-Satz von 0,00% auf 0,25% angehoben. Ihren Projektionen zufolge wird der Repo-Satz in diesem Jahr noch zwei- bis dreimal erhöht und am Ende des dreijährigen Prognosezeitraums etwas unter 2% liegen. Zudem wurde beschlossen beim Wertpapierankaufprogramm der Riksbank bereits in diesem Jahr das Tempo der Reinvestitionen von Wertpapieren zu reduzieren, sodass sich der Bestand vermindert. Schwedens Währung hat die restriktivere Ausrichtung der Geldpolitik sichtlich gutgetan. Die Krone konnte die seit Anfang November andauernde Talfahrt zum Euro stoppen und einen Teil der Verluste wettmachen. Ein Unterstützungsfaktor der Krone liegt nun in der Zinsdifferenz zur Eurozone. Beim Dreimonats-Interbankenzins ist der Aufschlag auf rund 90 Basispunkte, bei den fünfjährigen Staatsanleihen auf gut 100 Basispunkte gestiegen. Bei der schwedischen Währung dürfte das aktuell erreichte Wechselkursniveau in etwa auch auf Jahressicht Bestand haben.

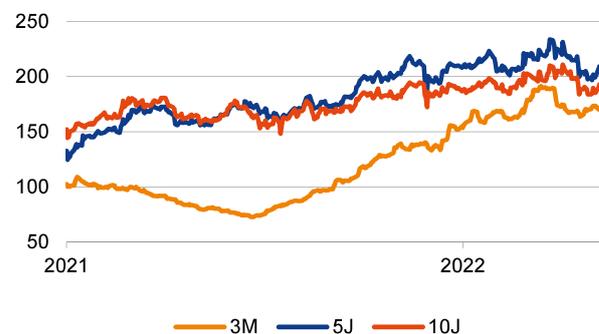
Die Riksbank hat sich überraschend vom Nullzins verabschiedet, der Repo-Satz steigt auf 0,25%, die Anleihen-Reinvestitionen werden reduziert

Ein geldpolitischer Kurswechsel wegen hoher Inflation, die sich zu verfestigen droht

Die Krone profitiert bereits vom Zinsvorsprung zur Eurozone und dürfte durch die restriktivere Geldpolitik gut unterstützt bleiben

**SCHWEDEN: LEITZINSPROJEKTIONEN DEUTLICH ANGEHOSEN
IN PROZENT**

Quelle: Riksbank, Refinitiv

**NORWEGEN: ATTRAKTIVE SPREADS ZUM EURORAUM
IN BASISPUNKTEN**

Quelle: Refinitiv

Der Aufschwung der norwegischen Wirtschaft hat sich fortgesetzt. Die Arbeitslosenrate fiel im April auf 1,9% und damit auf den niedrigsten Stand seit mehr als 13 Jahren. Aufgrund des angespannten Arbeitsmarktes sollte es zu einem Aufwärtsdruck bei den Löhnen kommen. Die Kerninflation (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, bleibt mit 2,6% (J/J) anders als in vielen anderen Ländern zwar noch recht niedrig. Es ist aber zu erwarten, dass die steigenden Löhne und die Preisanstiege bei importierten Gütern die Inflation in Zukunft nach oben treiben werden. Damit wäre das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ gefährdet. Die Leitzinsprojektionen der Norges Bank wurden gegenüber dem Dezemberbericht nach oben korrigiert und deuten nun auf eine Anhebung des Leitzinses auf etwa 2,5% gegen Jahresende 2023 hin. Bei der für die norwegische Krone recht wichtigen Entwicklung des Rohölpreises gehen wir auf Jahresfrist von einem moderaten Rückgang auf 95 USD pro Barrel aus. Damit sollte die Krone auch weiterhin von hohen Rohölpreisen, der zunehmend restriktiveren Ausrichtung der Norges Bank sowie attraktiven Spreads bei Geld- und Kapitalmarktzinsen profitieren. Die Leitzinsdifferenz zur Eurozone ist bereits auf 75 Basispunkte angewachsen und weitere sieben Anhebungen stellt die Norges Bank bis Ende 2023 in Aussicht. Beim Dreimonats-Interbankenzins beträgt der Aufschlag rund 170 Basispunkte, bei fünfjährigen Staatsanleihen gut 200 Basispunkte. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld bestehen bleiben.

Die Norges Bank hat den Leitzins bereits um 75 Basispunkte angehoben – eine weitere Anhebung könnte im Juni folgen

Die Krone profitiert von ihrer Notenbank, dem Zinsvorteil und hohen Rohölpreisen

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

SCHWELLENLÄNDER

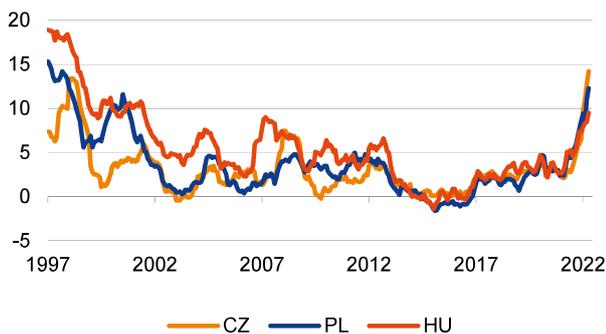
Osteuropa: Leitzinserhöhungszyklen nähern sich ihrem Ende

Der Krieg in der Ukraine geht mit unverminderter Härte weiter, die Inflationsraten sind zuletzt in allen CE3-Staaten weiter gestiegen und die dortigen Notenbanken haben in den vergangenen Wochen weiter die Leitzinsen angehoben, um eben jenen Preisrisiken Einhalt zu gebieten. Damit hat sich an den übergeordneten Rahmenbedingungen für die CE3-Währungen zunächst einmal wenig geändert. Dass Forint und Co. dennoch unterschiedliche Wege einschlagen, dürfte in erster Linie nationalen Argumenten geschuldet sein. So lassen z.B. verstärkte fiskalische Sorgen die ungarische Landeswährung derzeit überaus verunsichert zurück. Neue Nahrung erhielten diese durch die Antrittsrede von Ministerpräsident Orban zu Beginn seiner neuen Amtszeit, in der er die Beibehaltung von Subventionen für Haushalte im Energie- und Versorgungsbereich in Aussicht gestellt hat.

Globale Rahmenbedingungen weitgehend unverändert

CE3-INFLATIONS RATEN AUF DEN HÖCHSTEN STÄNDEN SEIT ENDE DER 1990ER-JAHRE

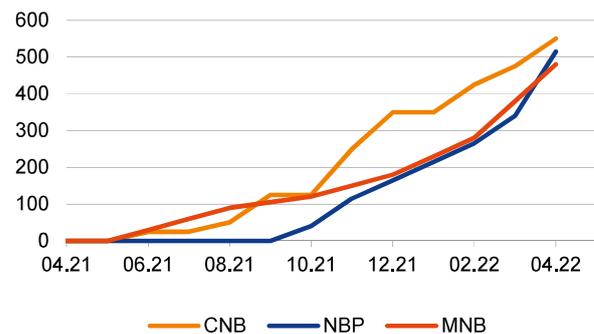
NATIONALE INFLATIONS RATEN (GESAMTRATE), IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

GELDPOLITISCHE ZÜGEL BEREITS DEUTLICH GESTRAFFT

KUMULIERTE LEITZINSVERÄNDERUNGEN IN BP



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

Die tschechische Krone treiben hingegen aktuell primär die personellen Veränderungen innerhalb ihrer Notenbank (CNB) um. So ist sie doch, nachdem sie sich im Umfeld der mannigfaltigen geopolitischen sowie ökonomischen Widrigkeiten der vergangenen Wochen und Monate im CE3-Vergleich bislang am besten geschlagen hatte, zuletzt gegenüber dem Euro zeitweise unter merklichen Abgabedruck geraten. Erst neuerliche Devisenmarktinterventionen seitens der CNB konnten die Nerven der Krone wieder etwas beruhigen und sie gegenüber dem Euro erneut moderat aufwerten lassen. Ursächlich für die ungewohnt deutliche Verunsicherung der Krone war die Ernennung eines neuen Notenbankchefs durch den tschechischen Staatspräsidenten Zeman. Dieser hob das bisherige CNB-Mitglied und Befürworter einer lockeren Geldpolitik, Ales Michl, an die Sitze der Notenbank in Prag. Michl folgt damit ab 1. Juli auf Jiri Rusnok, dessen Amtszeit Ende Juni ausläuft. Rusnok gilt als ausgezeichneter Falke, d.h. als ein Befürworter einer restriktiven Geldpolitik, wovon in den vergangenen Monaten auch die tschechische Krone profitiert hat. Dieser droht nun zumindest auf kurze Sicht geldpolitische Unsicherheit, sind doch zur Jahresmitte hin innerhalb des geldpolitischen Gremiums der CNB drei Stellen vakant. Unklar ist, wie Staatspräsident Zeman diese besetzen wird. Wahrscheinlich erscheint eine insgesamt „dovishere“ Ausrichtung als bislang. Unter dieser Annahme sollte auch der tschechische Leitzinserhöhungszyklus bereits auf Sicht von drei Monaten zum Ende kommen. Zudem erwarten wir nun auf Jahressicht eine erste Leitzinssenkung durch die CNB.

Wechsel an der Spitze der CNB – geldpolitische Taube übernimmt

Doch auch bei den anderen beiden CE3-Notenbanken in Warschau und in Budapest sollten sich die Leitzinserhöhungszyklen allmählich dem Ende nähern. Konkret rechnen wir hier zum Jahresende mit einem Auslaufen der geldpolitischen Straffungen. Erste Leitzinssenkungserwartungen dürften in diesen Ländern dann marktseitig Mitte 2023 aufkommen.

Polnische und ungarische Notenbank sollten Leitzinserhöhungen zum Ende des Jahres hin beenden

Zeichnet sich perspektivisch eine weniger restriktive geldpolitische Gangart in den CE3-Staaten ab, so dürfte dies den dortigen Währungen zwar keinen neuen geldpolitischen Schub verleihen. Grund zur Sorge sollte ihnen dies jedoch ebenfalls nicht bieten. Es gilt zu bedenken, dass die Zentralbanken die Zinszügel perspektivisch nur umsichtig lockern werden, so dass die Leitzinsen deutlich oberhalb ihrer Niveaus der vergangenen Jahre verbleiben dürften. Zusammen mit den dann erwarteten wieder spürbar niedrigeren Inflationsraten sollte den CE3-Währungen das Realzinsargument in die Hände spielen. Zudem dürften sich dann angesichts der von uns erwarteten Neuordnung der Beziehungen zwischen Russland und der Ukraine auch die geopolitischen Risiken zurückgebildet haben, was wiederum dem globalen Risikosentiment und damit Zloty, Forint und tschechischer Krone zuträglich sein sollte. Darüber hinaus dürfte dann deutlich geworden sein, dass die momentan zu beobachtenden Stagflationssorgen überzogen waren. Und last but not least sei an dieser Stelle noch auf die von uns auf Jahressicht erwartete Euro-Erholung hingewiesen, von der die CE3-Währungen aufgrund der engen wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen Osteuropas mit der E(W)U ebenfalls profitieren sollten.

Zloty & Co. perspektivisch mit weiteren Fürsprechern

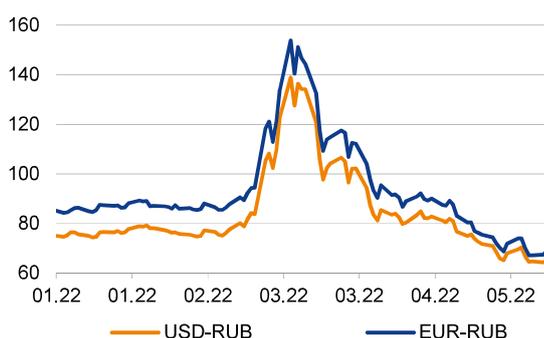
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Russland: Rubelstärke wird unheimlich

Während die militärischen Erfolge Russlands beim Krieg in der Ukraine auf sich warten lassen, kann die russische Zentralbank bei der Stabilisierung des Wechselkurses bemerkenswerte Erfolge aufweisen. Der Rubel wird inzwischen sogar deutlich höher bewertet als noch zum Jahresauftakt und hat gegenüber dem Euro 26% zugelegt. In der Folge flachte sich der Preisauftrieb ausweislich der wöchentlichen Preiszahlen erheblich ab. Dies ermöglichte bereits eine deutliche Senkung des Leitzinses, der nur noch bei 14% liegt, nachdem er zur Krisenabwehr zeitweise auf 20% angehoben wurde. Auch die strengen Regeln zum Kapitalverkehr wurden, zumindest für Russen und Staatsangehörige befreundeter Länder, bereits wieder gelockert. Die Lockerungen reichten aber noch nicht aus, um den Rubel nachhaltig zu schwächen.

Kapitalverkehrskontrollen können bereits wieder gelockert werden, aber nur für Freunde

RUBEL INZWISCHEN STÄRKER ALS ZUM JAHRESAUFTAKT
KASSAKURS



Quelle: Bloomberg

TRÜBE WIRTSCHAFTSENDEN
VERBRAUCHERPREISE: LS: W/W IN %; RS: J/J IN %



Quelle: Bloomberg

Der festere Rubel ist allerdings ein zweiseitiges Schwert. Zum einen werden hierdurch die Importe erheblich günstiger, zum anderen verlieren russische Unternehmen außerhalb des Rohstoffsektors jedoch sowohl auf dem heimischen Markt als auch im Ausland ihre Wettbewerbsfähigkeit. Bei Rohstoffen, dem wichtigsten Exportsektor, ist dieser Faktor allerdings weniger relevant, können hier aufgrund der gestiegenen Preise doch weiterhin hohe Erlöse erzielt werden. Solange die Öl- und Gasexporte fließen und hier die Preise hoch bleiben, besteht daher ein latenter Aufwertungsdruck für den Rubel. In früheren Zeiten wurde dieser unter anderem durch Wertpapierkäufe des Staatsfonds im Ausland gedämpft. Auch eine weitere Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen könnte den scheinbar unaufhaltbaren Anstieg des Rubel dämpfen. Ein wichtiger Termin ist der 25. Mai an dem die Ausnahmegenehmigung des US-Finanzministeriums ausläuft, die es in den USA noch erlaubt Zinszahlungen auf russische Anleihen zu empfangen bzw. zu bearbeiten. Finanzministerin Yellen hatte zuletzt angedeutet, dass eine Verlängerung dieser Regelung unwahrscheinlich, eine Entscheidung aber noch nicht gefallen sei.

Rubel bleibt stark, solange die Energiepreise hoch bleiben

Die Erfolge am Finanzmarkt bedeuten aber noch lange keine Entwarnung für die Wirtschaft, die einer scharfen Transformation ausgesetzt ist und die in einigen Bereichen auf wichtige Zulieferungen aus dem Westen verzichten muss. Die Bank of Russia schätzt daher in ihrem neuen Geldpolitischen Bericht eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung in diesem Jahr um 8% bis 10%, der in 2023 ein weiteres Minus folgen dürfte. Auch wenn Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes einen weniger scharfen Einbruch als in der Corona-Krise signalisieren, dürfte die aktuelle Schwäche der Wirtschaft länger anhalten.

Große Wachstumsrisiken

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

Türkei & Südafrika: Zwei Inflationswelten

Die türkische Lira ist zuletzt auf breiter Front erneut unter deutlichen Abgabedruck geraten und rutsche hierbei gegenüber dem US-Dollar zeitweise auf den niedrigsten Stand seit Dezember 2020. Was der Lira derzeit spürbar zu schaffen macht, sind keine neuen Probleme. Vielmehr sorgen im Umfeld weiter deutlich steigender (Energie-) Preise, die türkische Inflation kletterte zuletzt auf knapp 70% (J/J), wieder einmal die hohen negativen Realzinsen des Landes für Verunsicherung bei der Landeswährung. So hält die dortige Notenbank doch ungeachtet des neuerlichen Inflationsschubs weiterhin mit einem Leitzinsniveau von 14% an ihrer viel zu lockeren Geldpolitik fest. Welch Bürde dies für die Lira ist, macht auch das reale Leitzinsniveau deutlich, welches zuletzt auf rund -56% gefallen ist und damit im EM-Universum seinen Negativrekord weiter ausgebaut hat.

Bekannte Probleme machen der Lira erneut zu schaffen:

1) Reales Leitzinsniveau auf neuem Rekordtief von etwa -56%

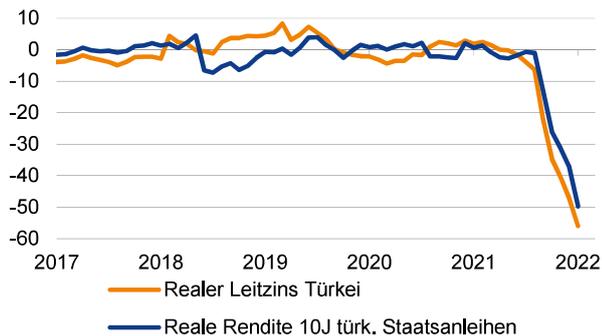
Zudem setzt der Lira die Entwicklung des türkischen Leistungsbilanzsaldos zu, weist dieser doch nun bereits seit fünf Monaten in Folge ein Defizit auf. Zuletzt (März-Daten) betrug der Fehlbetrag hier 5,55 Mrd. USD, womit er sich im Vorjahresvergleich maßgeblich aufgrund gestiegener Energiekosten um etwa 67% ausgeweitet hat. Die marktseitig seit längerem bestehenden Sorgen, wonach der weltweite Anstieg der Energiepreise das Außenhandelsungleichgewicht vergrößern und damit zu einer verstärkten Nachfrage nach sog. Hartwährungen führen könnte, scheinen sich derzeit zum Leidwesen der Lira zu bestätigen. Unter diesen Vorzeichen halfen auch die jüngsten Versprechungen des türkischen Finanzministers Nebati wenig, wonach man keine Preise akzeptieren werde, welche nicht im Einklang mit den Fundamentaldaten des Landes stehen.

2) Leistungsbilanzdefizit hat sich im Vorjahresvergleich um rund 67% ausgeweitet

Damit bleibt uns an dieser Stelle nur, erneut auf die aus Währungssicht große Bedeutung einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik zu verweisen. Da die türkische Notenbank jedoch u.a. angesichts des politischen Drucks aber auch aufgrund der sich eintrübenden konjunkturellen Aussichten sowie vor dem Hintergrund eines perspektivisch allmählich etwas nachlassenden Preisdrucks weiterhin an dem aktuellen Leitzinsniveau von 14% festhalten sollte, dürfte die Lira auch zur Jahresmitte hin einen schweren Stand haben.

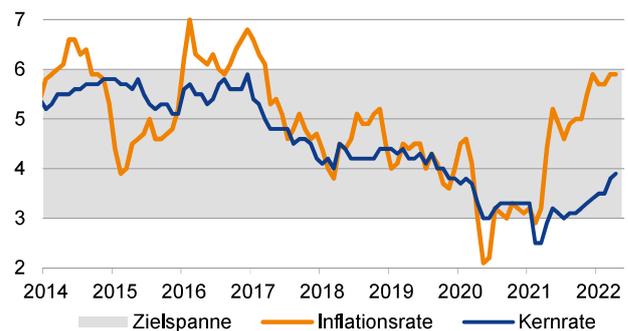
Eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik ist aus Währungssicht das A und O

TÜRKISCHE REALZINSEN FALLEN INS BODENLOSE
ALLE WERTE IN %



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK

SÜDAFRIKANISCHE PREISZAHLEN NOCH IN DER ZIELSPANNE
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

Die Verbraucherpreise in Südafrika entwickelten sich deutlich moderater als in vielen anderen Ländern. Die Inflationsrate blieb im April mit 5,9% (J/J) noch knapp in der Zielspanne der Notenbank (3% bis 6%) und die Kernrate erreichte sogar lediglich 3,9% (J/J) und blieb damit in der unteren Hälfte der Zielspanne. Daher könnte sich die South African Reserve Bank zwar bei der geldpolitischen Normalisierung Zeit lassen, die Erfahrungen in vielen anderen Ländern zeigt aber, dass man sich diesbezüglich nicht zu lange gedulden sollte. Für eine etwas schnellere Normalisierung der Geldpolitik spricht vor allem, dass damit die Zinsen im Land nicht zu deutlich hinter denen in anderen EM-Märkten zurückbleiben, was andernfalls den Rand belasten könnte.

Geldpolitische Normalisierung in Südafrika, aber kein Bremsen erforderlich

Südafrika profitiert zwar grundsätzlich von den gestiegenen Rohstoffpreisen, trotz des Einnahmenschubs blieb die Produktion im Minensektor im ersten Quartal jedoch vermutlich hinter der Gesamtwirtschaft zurück, wobei die Veröffentlichung der BIP-Zahlen noch bis Anfang Juni auf sich warten lässt. Industrie und Einzelhandel können dagegen davon profitieren, dass die Wirtschaft sich nach der Corona-Welle im Dezember wieder erholen kann. Ganz ausgestanden ist dieses Thema allerdings noch nicht. Die Infektionswellen treten in Südafrika mit einer bemerkenswerten Regelmäßigkeit etwa alle sechs Monate auf. Auch derzeit steigen die Infektionszahlen wieder dynamisch an, ohne jedoch bisher zu einer Belastung des Gesundheitssystems geworden zu sein. Bereits die letzte Welle konnte trotz hoher Infektionszahlen ohne größere Probleme bewältigt werden. Entsprechend sind die Aussichten gut, dass es von dieser Seite zu keinem neuerlichen Gegenwind für die Wirtschaft kommt.

Hohe Rohstoffpreise bringen Geld ins Land, aber noch keine Produktionsausweitung

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

China: Festhalten an Null-Covid-Strategie fordert Tribut

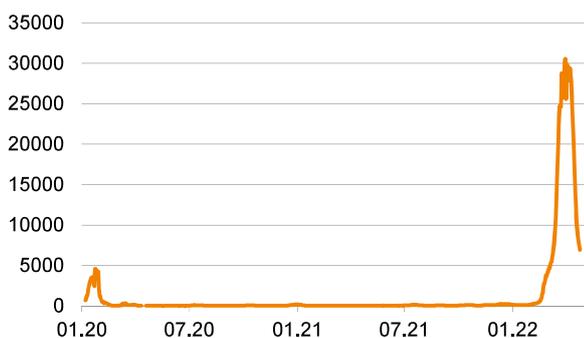
Der Kampf der chinesischen Regierung gegen den Ausbruch der Omikron-Variante geht unerbittlich weiter. Für Millionen Menschen in den Metropolenregionen Shanghai, Changchun und Jilin gilt seit Wochen ein strikter Lockdown; in der Hauptstadt Peking sind zahlreiche Viertel noch immer strikt abgeriegelt. Dass die Eindämmungsmaßnahmen wieder und wieder verlängert werden mussten sowie die logistischen Probleme bei der Grundversorgung der abgeriegelten Gebiete lassen die Tücken der Null-Covid-Strategie immer offener zu Tage treten. Viele Betriebe mussten ihre Produktion einstellen, die Störungen der globalen Lieferketten aufgrund von Staus an den Containerhäfen sind berüchtigt und vom Einbruch des Konsumklimas in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt müssen wir gar nicht erst sprechen.

Inzwischen gehen die Infektionszahlen deutlich zurück und wecken Hoffnung auf eine zeitnahe Lockerung, was nicht nur von den betroffenen Chinesen mit großer Erleichterung aufgenommen wird, sondern auch von den weltweiten Finanzmärkten. Die Konjunkturdaten der nahen Zukunft werden noch von den Herausforderungen im April und den ersten Mai-Wochen geprägt sein und das ambitionierte Wachstumsziel von 5,5% (J/J) in immer weitere Ferne rücken lassen. Spannender als die aktuelle Konjunktorentwicklung ist ohnehin, wie es nach der aktuellen Welle weitergeht. Solange Peking an seiner Null-Toleranz-Politik festhält, könnten die nächsten Covid-Ausbrüche den Teufelskreis erneut in Gang setzen. Dass es nach einer Aufhebung der gegenwärtigen Lockdowns nicht zu erneuten Ansteckungen kommt, scheint angesichts der hohen Infektiosität von Omikron wenig plausibel. Für eine endgültige Entwarnung scheint es noch zu früh.

Tücken der Null-Covid-Politik

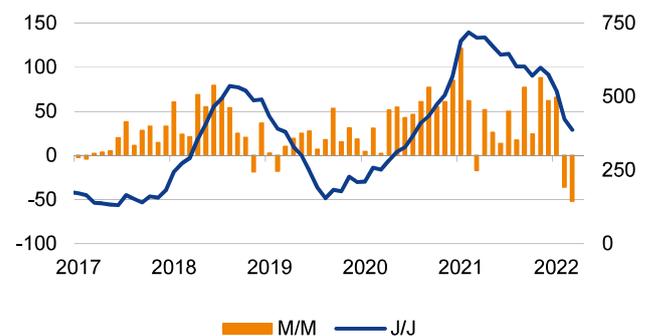
Finanzmärkte weltweit würden Lockerung freudig begrüßen

IST CHINA ÜBER DEN (OMIKRON-)BERG?
COVID-NEUINFEKTIONEN, 7T ROLLIEREND



Quelle: Refinitiv

AUSLÄNDISCHE KAPITALFLUCHT AUS CHINAS BONDMARKT
STAATSANLEIHEN IN AUSLÄNDISCHER HAND, VERÄNDERUNG M/M (L.S.) UND J/J (R.S.), IN MRD. CNY



Quelle: Bloomberg, Chinabond

Die Lockdowns bringen nicht nur weitreichende ökonomische Einschnitte, sie beeinträchtigen möglicherweise auch die eigentliche Veröffentlichung von Daten. Konkret aktualisiert das CFETS (China Foreign Exchange Trade System) seit 11. Mai die Transaktionen für chinesische Staatsanleihen durch ausländische Investoren nicht mehr - und das ohne eine offizielle Erklärung zu den Gründen, was natürlich zu Spekulationen einlädt. Technische und personelle Probleme aufgrund des Lockdowns im Finanzzentrum Shanghai könnten eine ganz simple Erklärung sein. Jedoch sind unterschwellige Zweifel an der Transparenz und der Verlässlichkeit des Marktes nicht klein zu kriegen. Politisch brisant wird die Datenlücke dadurch, dass die noch verfügbaren Zahlen in den Vormonaten einen massiven ausländischen Kapitalabzug signalisiert hatten. Ausländische Investoren hatten im Februar und März chinesische

Ausländische Kapitalflucht

Staatsanleihen in Rekordhöhe verkauft (Februar: 35,4 Mrd. CNY, März: 51,8 Mrd. CNY), was nicht nur aus Prestige-Gründen ein Problem für Peking werden könnte. Zwar befinden sich noch immer 2431 Mrd. CNY in ausländischer Hand, und der Anteil nicht-chinesischer Investoren ist mit 11% auch zu gering, um Sorgen über die Finanzierung des Haushaltes aufkommen zu lassen. Doch es war die außer Kontrolle geratene Kapitalflucht, die Ende 2016 den Yuan in eine Abwärtsspirale geführt hatte, die nur mit großvolumigen Interventionen und Maßnahmen zur Kapitalverkehrskontrolle gestoppt werden konnte. Eine Neuauflage eines solchen Kontrollverlustes gilt es aufgrund des ohnehin höchst fragilen fundamentalen Umfelds zu vermeiden.

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

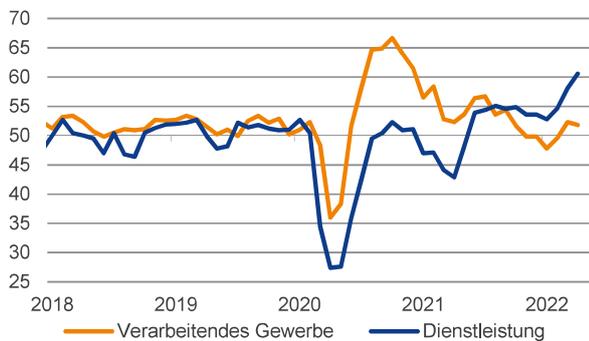
Brasilien & Mexiko: Geldpolitik in der Verantwortung

Auch wenn die BIP-Daten für das erste Quartal erst Anfang Juni veröffentlicht werden, zeichnet sich für die brasilianische Wirtschaft doch bereits ein überrascht positives Quartal ab. Vor allem im Dienstleistungssektor und im Einzelhandel konnten die bisherigen Daten überzeugen. Die deutliche Entspannung der Corona-Lage und die damit verbundenen Öffnungen wogen schwerer als die Kaufkraftverluste für die Verbraucher durch die gestiegenen Preise. Trotz der kurzfristig positiven Zahlen kann jedoch keine Entwarnung gegeben werden. Nach dem Wiedereröffnungsschwung dürfte die Dynamik wieder nachlassen. Es ist in diesem Jahr kaum zu erwarten, dass die Löhne mit dem Preisanstieg mithalten werden und die straffere Geldpolitik dürfte ihre Spuren hinterlassen.

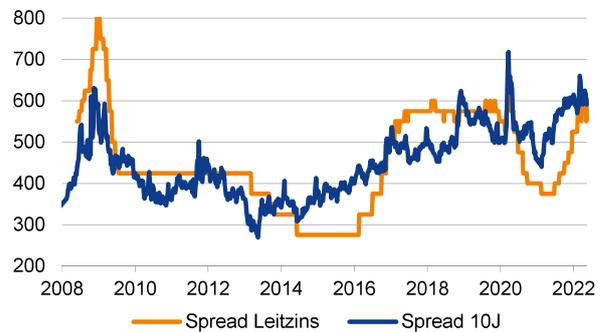
Im April ist die Inflationsrate auf 12,1% (J/J) gestiegen und auch die verschiedenen Maße für den Preisauftrieb zeigten eine Beschleunigung an. Entsprechend wird es wohl nichts mit dem von der Notenbankführung zunächst erhofften zügigen Ende der Zinserhöhungen. Bei der Mai-Sitzung des geldpolitischen Ausschusses wurde die Zielmarke für Tagesgeld (Selic) noch einmal um 100 Bp auf 12,75% angehoben. Dies entsprach zwar den schon länger gehegten Absichten der Notenbankvertreter, die Preiszahlen bewegten die Geldpolitiker jedoch auch dazu, für die Juni-Sitzung noch einmal einen Zinsschritt anzudeuten, womit dann der Zinszyklus beendet werden kann. In dieser Kombination aus hohem Zinsniveau bei gleichzeitig erheblichem Preisauftrieb wäre eine weitgehende Seitwärtsbewegung der Währung bereits ein Erfolg. Allerdings treiben den Real noch einige andere Faktoren. Die geopolitische Lage ist außerordentlich unsicher und auch die Corona-Epidemie ist, insbesondere in China, alles andere als überstanden, was für den rohstoffabhängigen Real von besonderer Bedeutung ist. Hinzu kommen die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen im Oktober, die zusätzliche Unsicherheit bringen. Mit deutlichen Ausschlägen an den brasilianischen Finanzmärkten muss daher mindestens bis zum Jahresende gerechnet werden.

Öffnungen bringen Brasilien gute Wirtschaftsdaten

Vielfältige Unsicherheiten für den Real

DIENSTLEISTER IN BRASILIEN IM AUFWIND
 MARKIT-EINKAUFSMANAGERINDEX


Quelle: Bloomberg

ZINSVORSPRUNG ZU DEN USA BLEIBT AUF HOHEM NIVEAU
 SPREAD ZU VERGLEICHBAREN US-SÄTZEN IN BP


Quelle: Bloomberg

Inflation ist auch in Mexiko das drängendste Problem. Im April lagen die Verbraucherpreise um 7,7% über dem Vorjahresstand. Sorgen bereitet aber vor allem der Auftrieb bei der Kernrate, der mit 7,2% (J/J) nur wenig zurückblieb und damit einen hartnäckigen grundsätzlichen Preisauftrieb andeutet. In vielen anderen Währungsräumen ist der Abstand zwischen der Gesamtrate und Kernrate deutlich ausgeprägter, da vor allem Energie und Nahrungsmittel zur Teuerung beitragen. In Mexiko wird dagegen die Wirkung der gestiegenen Energiepreise durch variable Steuersätze auf Benzin gedämpft. Mit einem (nicht bindenden) Abkommen mit Unternehmen aus dem Nahrungsmittelsektor und Einzelhandel, die sich verpflichten die Preise für eine Reihe von Basisgütern nicht anzuheben, versucht die Regierung den Preisauftrieb zu dämpfen. Zur Unterstützung hat die Regierung zudem beschlossen die Einfuhrzölle auf einige Nahrungsmittel für ein Jahr auszusetzen. Mit diesen Maßnahmen könnte zwar der aktuelle Preisauftrieb etwas gedämpft werden, da sie allerdings temporär angelegt sind, verschieben sie die Problematik in die Zukunft. Positiv formuliert, gewinnt die Geldpolitik hierdurch jedoch Zeit, um nicht zu abrupt an der Zinsschraube drehen zu müssen.

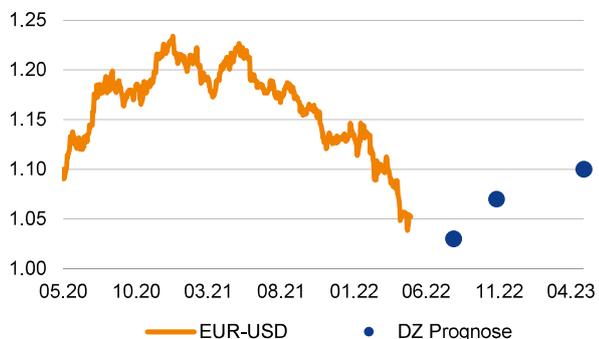
Mit ihrer jüngsten Entscheidung den Leitzins um 50 Bp auf 7,0% anzuheben, setzte die Banco de México ihre Serie der Zinserhöhungen fort. Eine Vertreterin im Direktorium stimmte sogar für einen 75 Bp Schritt und auch in der Stellungnahme wird künftig eine deutlichere Zinsanhebung nicht ausgeschlossen. Der Leitzinsabstand zu den USA hat allerdings mit 600 Bp ein historisch sehr hohes Niveau erreicht. Einen noch höheren Zinsabstand dürfte sich die Notenbank für Krisenzeiten aufheben. Da auch die Fed auf einem merklich ansteigenden Zinspfad wandelt, sollte es für die mexikanischen Währungshüter ausreichen, den Spuren der Fed zu folgen. Hierzu ist es hilfreich, dass die Notenbanksitzungen im weiteren Jahresverlauf in der Regel lediglich eine Woche nach den Offenmarktausschusssitzungen der Fed erfolgen. Für den Peso bringt der deutliche Zinsvorsprung eine erfreuliche Unterstützung, die allerdings auch erforderlich ist, da die mexikanische Regierung immer wieder mit wenig investitionsfreundlichen Entscheidungen für Missstimmung an den Finanzmärkten sorgt.

Mit fiskalische Maßnahmen zur Inflationskontrolle kann der Geldpolitik in Mexiko Zeit gekauft werden

Zinserhöhungen auf den Spuren der Fed sollten reichen

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



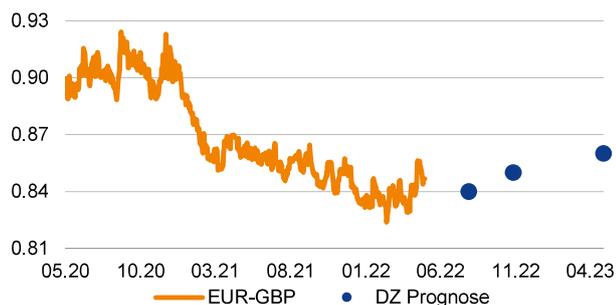
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



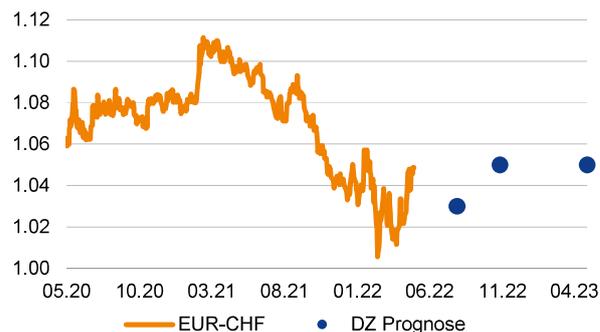
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



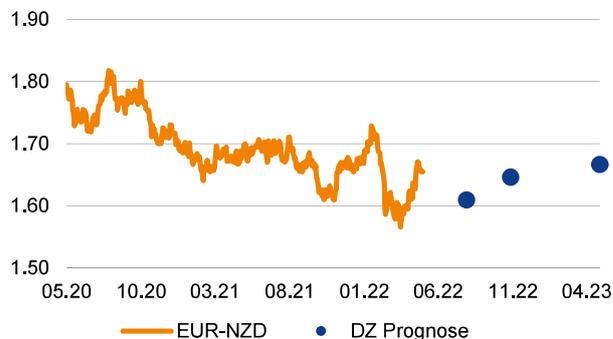
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



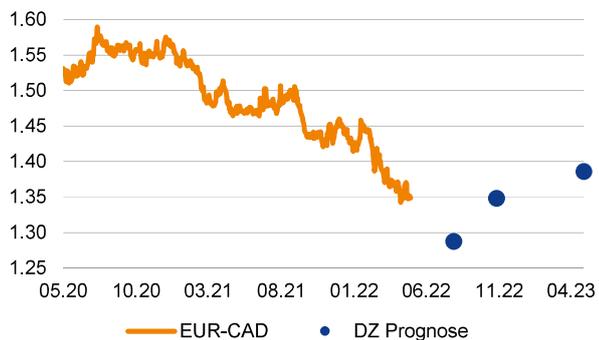
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



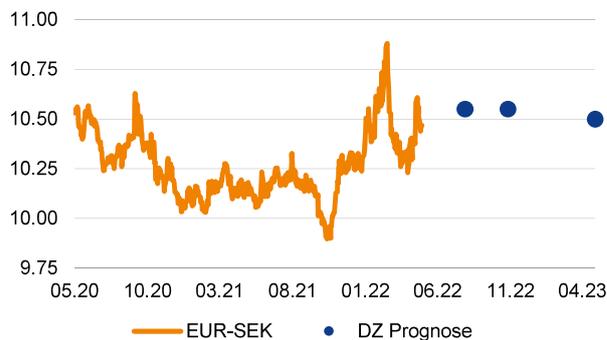
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



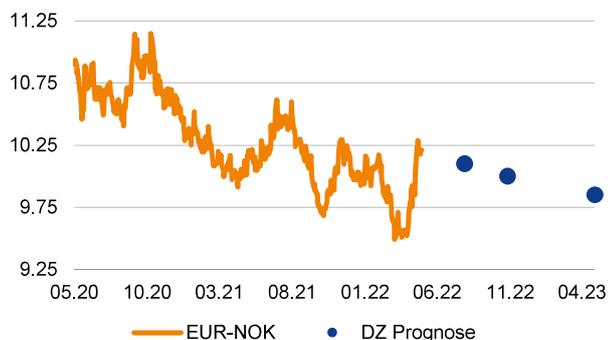
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



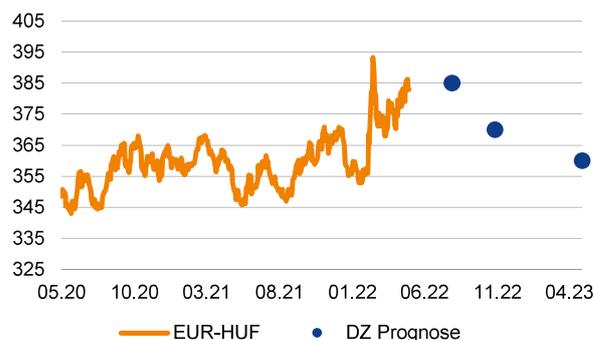
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



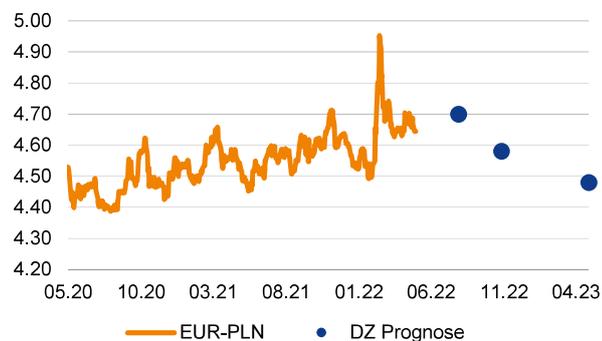
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



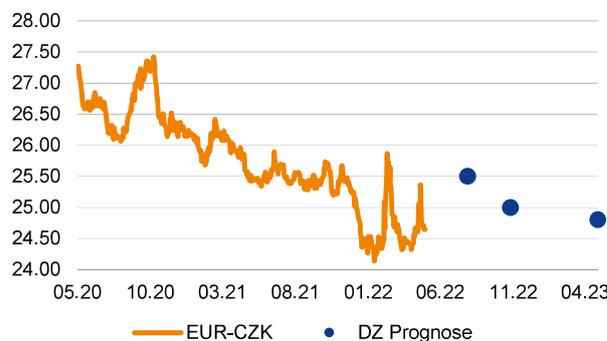
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



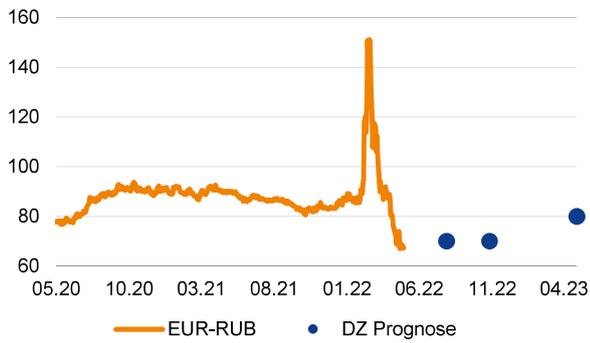
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



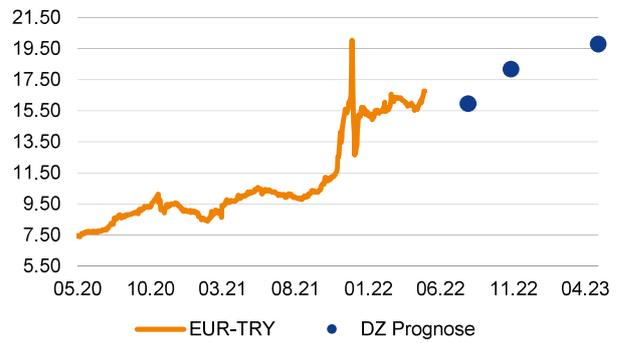
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB



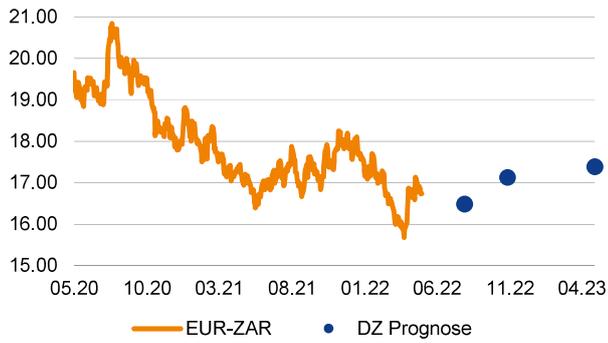
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



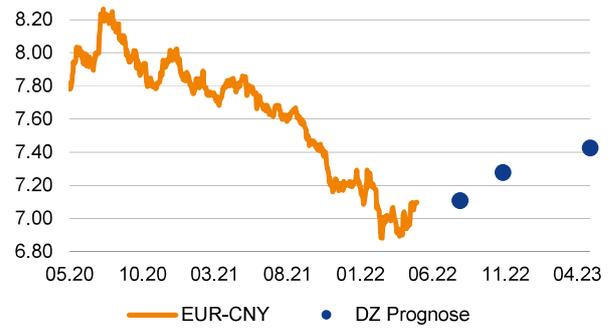
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



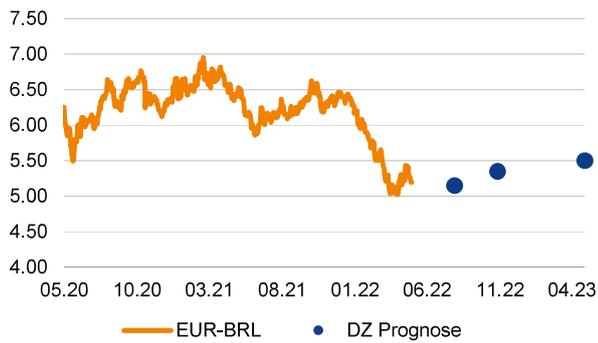
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



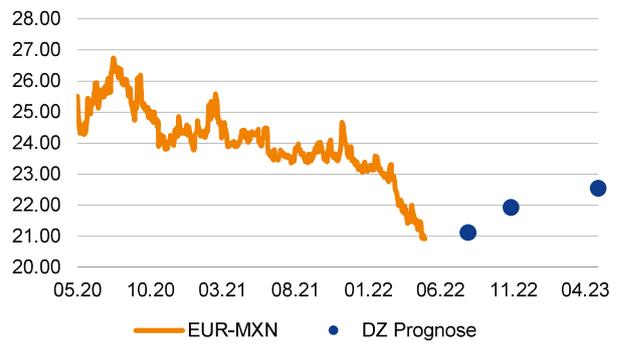
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

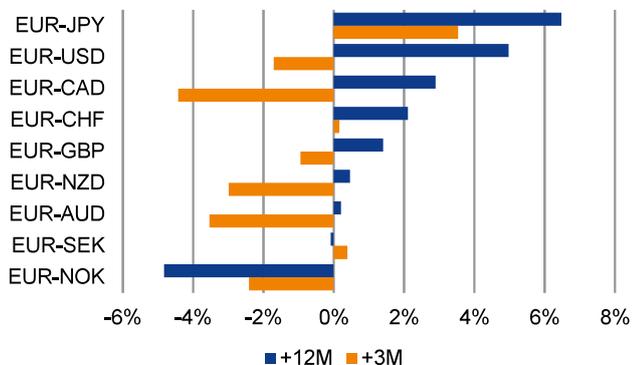
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

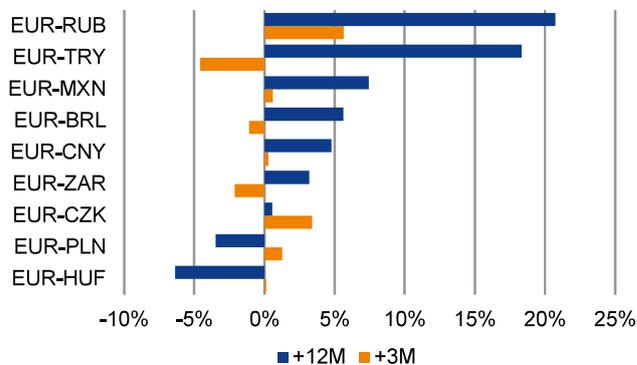
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.0468	1.03	1.07	1.10
EUR/GBP	0.8479	0.84	0.85	0.86
EUR/JPY	134.14	139	142	143
EUR/CHF	1.0339	1.03	1.05	1.05
EUR/AUD	1.5046	1.45	1.49	1.51
EUR/NZD	1.6627	1.61	1.65	1.67
EUR/CAD	1.3494	1.29	1.35	1.39
EUR/NOK	10.37	10.10	10.00	9.85
EUR/SEK	10.53	10.6	10.6	10.5
EUR/PLN	4.6466	4.70	4.58	4.48
EUR/CZK	24.67	25.5	25.0	24.8
EUR/HUF	383.7	385	370	360
EUR/RUB	67.66	70.0	70.0	80.0
EUR/TRY	16.68	16.0	18.2	19.8
EUR/ZAR	16.80	16.5	17.1	17.4
EUR/CNY	7.0909	7.11	7.28	7.43
EUR/BRL	5.2014	5.15	5.35	5.50
EUR/MXN	20.97	21.1	21.9	22.6

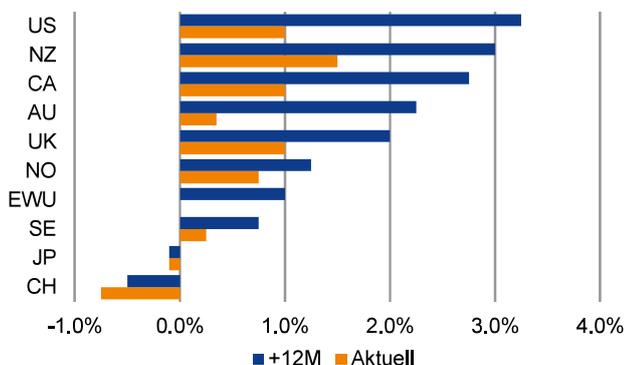
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0468	1.03	1.07	1.10
GBP/USD	1.2346	1.23	1.26	1.28
USD/JPY	128.14	135	133	130
USD/CHF	0.9877	1.00	0.98	0.95
AUD/USD	0.6958	0.71	0.72	0.73
NZD/USD	0.6296	0.64	0.65	0.66
USD/CAD	1.2890	1.25	1.26	1.26
USD/NOK	9.90	9.81	9.35	8.95
USD/SEK	10.06	10.2	9.9	9.5
USD/PLN	4.4388	4.56	4.28	4.07
USD/CZK	23.57	24.8	23.4	22.5
USD/HUF	366.6	374	346	327
USD/RUB	64.64	68.0	65.4	72.7
USD/TRY	15.94	15.5	17.0	18.0
USD/ZAR	16.05	16.0	16.0	15.8
USD/CNY	6.7739	6.90	6.80	6.75
USD/BRL	4.9688	5.00	5.00	5.00
USD/MXN	20.03	20.5	20.5	20.5

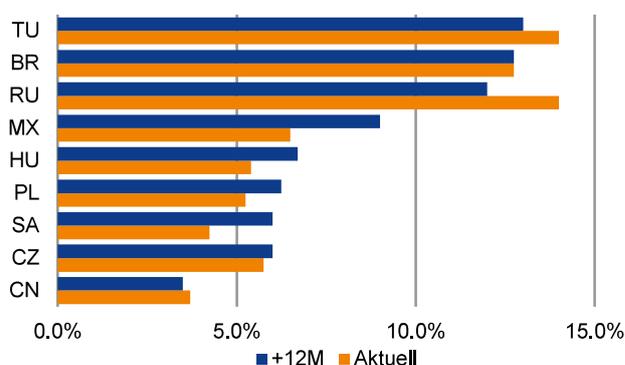
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.4	2.2	2.3	5.0	2.5	1.1	1.1
Inflation (in % gg. Vj.)	2.6	6.9	3.5	6.1	8.0	7.5	5.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-4.7	3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.1	3.4	3.2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.7	3.0	2.4	3.6	3.2	3.3	2.1
Inflation (in % gg. Vj.)	4.7	7.5	3.8	8.0	8.1	7.6	6.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-12.0	-6.4	-4.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.6	-3.6	-2.7				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.7	1.9	2.0	1.2	1.8	2.5	2.2
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.2	1.4	0.9	0.9	1.9	1.6	1.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.5	-6.6	-4.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.8	2.8	2.8				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.4	3.6	1.5	8.7	2.9	2.1	1.1
Inflation (in % gg. Vj.)	2.6	7.3	3.5	6.2	8.2	7.8	7.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.7	-3.3	-2.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.6	-3.6	-3.0				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.7	2.2	1.9	4.2	2.0	1.2	1.5
Inflation (in % gg. Vj.)	0.6	2.3	1.4	2.1	2.5	2.3	2.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.5	-0.5	1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9.0	9.0	9.0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.7	4.1	3.7	2.8	3.4	6.3	3.8
Inflation (in % gg. Vj.)	2.8	4.8	3.9	4.8	5.1	4.8	4.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.5	-0.5	-1.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.6	4.3	0.4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	2.0	3.5	1.1	-0.8	4.8	3.2
Inflation (in % gg. Vj.)	3.9	5.6	1.4	7.0	6.8	5.0	3.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.8	-1.8	0.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5.6	-6.2	-3.5				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.6	4.1	2.2	3.2	5.3	4.6	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	5.9	2.6	5.8	6.7	6.2	5.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.4	-1.8	-1.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.1	0.4	-0.1				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.6	2.8	2.8	3.6	3.3	2.3	2.0
Inflation (in % gg. Vj.)	2.2	4.4	1.9	4.2	5.3	4.7	3.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.1	-1.3	-0.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.5	4.2	4.5				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.1	2.1	2.5	3.4	3.7	0.5	0.9
Inflation (in % gg. Vj.)	3.5	4.1	2.3	3.9	5.4	4.2	3.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	1.7	0.1	1.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14.2	10.5	6.6				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.1	4.4	3.4
Inflation (in % gg. Vj.)	5.1	8.4	4.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.7	-5.2	-3.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.9	-0.7	-0.1
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.6	4.2	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	5.2	10.4	7.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.7	-3.4	-4.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-3.1	-2.3
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.3	1.9	3.4
Inflation (in % gg. Vj.)	3.8	10.4	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.9	-5.3	-3.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.8	-0.3	0.9
Russland			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.7	-10.9	-3.3
Inflation (in % gg. Vj.)	6.7	20.0	6.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	1.1	-2.5	-2.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6.8	9.4	7.8
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	11.0	2.1	2.5
Inflation (in % gg. Vj.)	19.6	61.2	25.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.3	-1.2	-1.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.0	-4.7	-2.7
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.9	1.6	1.8
Inflation (in % gg. Vj.)	4.6	5.6	4.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.2	-5.8	-5.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.7	1.7	0.7
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	8.1	4.4	4.8
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	2.0	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.5	-6.8	-5.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.4	1.0	0.8
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	0.9	1.4
Inflation (in % gg. Vj.)	8.3	10.0	4.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.4	-8.8	-7.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.8	-1.2	-2.1
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	1.8	2.7
Inflation (in % gg. Vj.)	5.7	7.0	4.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.9	-2.9	-2.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.4	-0.3	-0.4

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), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, 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, 2022 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 Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden Länder-segments (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 eine Closed Doors und 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 Per-

sonen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, und / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

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

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

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf im Ausland nur im Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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

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

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

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

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

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unterneh-

men zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und 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 Dokumentes 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 Dokumentes, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit/ Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem 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 Sustainability (Powered by Sustainability) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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 Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
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 Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de