



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Zentralbanken im Stresstest

Im Frühjahr hatte der Markt aggressive Zinssenkungserwartungen für die Fed eingepreist. Diese Erwartungen waren sicherlich auch den Bankenturbulenzen geschuldet, jedoch zudem der Hoffnung, dass der Inflationsdruck schnell nachlassen würde und der Sorge, dass der wirtschaftliche Ausblick sich verdüstern könnte. Aktuell dreht es sich in der geldpolitischen Diskussion nun wieder vermehrt darum, wie viel *höher* die Zinsen noch steigen müssen. Und das nicht nur in den USA. Mit Blick auf die EZB spekuliert der Markt über einen zusätzlichen Schritt im Herbst, von der Bank of England werden derzeit noch weitere 100 Basispunkte erwartet und auch in Ländern wie Australien, Kanada, Norwegen, der Schweiz und Schweden bleibt die Tür für eine zusätzliche geldpolitische Straffung weit auf. In den meisten Fällen sollte es sich hierbei um nicht mehr als den letzten Feinschliff handeln. Die weiterhin zu hohe Inflation, zum Teil aggressiver Lohndruck und damit einhergehend hohen Kernraten schüren jedoch Sorgen, dass das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht sein könnte. Zentralbanken müssen sich im aktuellen Umfeld ausreichend hawkish präsentieren, um ein Wiederaufflammen der Inflation bzw. der Inflationserwartungen zu verhindern, wollen gleichzeitig aber auch ein Abrutschen in einer Rezession vermeiden. Erschwerend kommt hinzu, dass nicht klar ist ob und inwiefern der traditionelle geldpolitische Transmissionsmechanismus derzeit überhaupt funktioniert. Diese Unsicherheiten spiegeln sich auch in weiterhin erratischen Marktbewegungen wider. Zwar hat die Volatilität im Vergleich zum Anfang des Jahres deutlich nachgelassen, klare, eindeutige Trends sucht man jedoch vergebens. Wir gehen davon aus, dass sich dies erst in Richtung Herbst bessern wird: nämlich dann, wenn die Inflationsraten weiter gesunken sind, auch die Kernraten fallen und sich die Überzeugung durchsetzt, dass das Inflationsgespenst erfolgreich besiegt wurde.

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

US-LEITZINSERWARTUNGEN: AUF UND NIEDER...
IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNG DEZEMBER 2023 (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
22.6.2023 14:40 Uhr

INHALT

EUR-USD: Geldpolitische Unsicherheit	2
Japan: Bringt die anhaltende Yen-Schwäche das BoJ-Fass zum Überlaufen?	3
Großbritannien: Inflations Sorgen rücken in den Vordergrund	4
Schweiz: Verursacht die SNB durch Zinserhöhungen selbst Inflationsdruck?	5
Australien & Neuseeland: Kaum inländische Impulse für den „Kiwi“ erwartet	7
Kanada: Bank of Canada (BoC) dreht erneut an der Zinsschraube	8
Skandinavien: Notenbanken bleiben auf dem Bremspedal	9
Osteuropa: Zweites Halbjahr 2023 dürfte von aufkommenden Leitzinssenkungserwartungen geprägt sein	12
Türkei & Südafrika: Vertrauen muss man sich erarbeiten	13
China: Konjunkturelle Zweiteilung hat währungspolitische Implikationen	14
Brasilien & Mexiko: Weiter gute Stimmung für Lateinamerikas Währungen	16

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Geldpolitische Unsicherheit

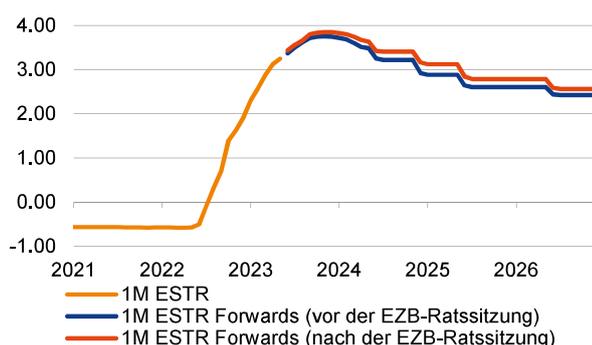
EUR-USD hatte deutlich auf die hawkische Pressekonferenz der EZB reagiert: das Währungspaar handelte Ende der vergangenen Woche im Hoch knapp über 1,0950 USD. Die ersten Euro-Bullen machten sich bereits für den Sprung über 1,10 USD bereit als dem Euro (mal wieder) die Luft ausging. Vielleicht weil sich Spekulationen über einen weiteren EZB-Zinsschritt im September, die im direkten Nachgang an die Pressekonferenz aufgekommen waren, nicht so recht durchsetzen konnten. Vielleicht weil Investoren sich daran erinnern haben, dass ja auch die Fed noch etwas zu tun hat. Wahrscheinlich hat wohl beides eine Rolle gespielt.

Der bei weitem größte Effekt von Zinserhöhungen und Senkungen lässt sich normalerweise in der Phase des Einpreises *vor Beginn des neuen Zyklus* beobachten. Leitzinsveränderungen am Ende des Zyklus haben dann oft nur noch wenig Einfluss auf die Währung und das Renditeniveau. Zu diesem Zeitpunkt blickt der Markt auf das Ende des Zyklus, oder spekuliert sogar bereits über den Beginn des nächsten. Dass die aktuelle Diskussion über Fed, EZB & Co derzeit so intensiv geführt wird, ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass angesichts der weiterhin hohen (Kern-) Inflationsraten gewisse Sorgen schwelen, dass das bereits erreichte Niveau nicht ausreichend restriktiv wirkt. Im schlimmsten Fall könnte dies bedeuten, dass Zentralbanken sich gezwungen sehen, nochmals deutlich nachzulegen. Diese Unsicherheit sorgt dafür, dass dem letzten geldpolitischen Feinschliff derzeit wesentlich mehr Aufmerksamkeit zuteil wird, als dies normalerweise der Fall wäre. Kritisch ist nun die Entwicklung der Inflationsraten: fallen diese wie von uns erwartet in den kommenden Monaten weiter deutlich, wird auch die geldpolitische Unsicherheit schwinden.

Euro kann von EZB profitieren, für einen Test von 1,10 USD reicht es jedoch nicht

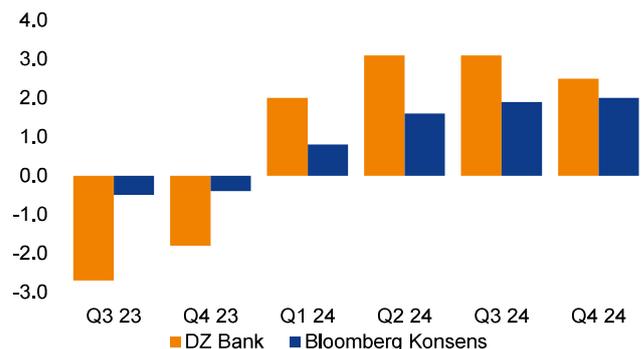
Zentralbanken: der letzte Feinschliff oder muss doch noch mal nachgelegt werden?

EZB: MARKT SPEKULIERT ÜBER WEITERE ZINSERHÖHUNGEN
IN PROZENT



Quelle: DZ BANK; Bloomberg

RELATIVER WIRTSCHAFTSAUSBLICK SPRICHT GEGEN DEN USD
BIP PROGNOSE (Q/Q, ANNUALISIERT, IN PROZENT)



Quelle: DZ BANK; Bloomberg

Im mittelfristigen Wettrennen EUR vs. USD wird nicht entscheidend sein, ob die eine oder andere Zentralbank in den kommenden Wochen und Monaten noch einen Versicherungsschritt unternimmt oder nicht, sondern wie sich die wirtschaftlichen Perspektiven entwickeln. In den USA sieht es (auf den ersten Blick) weiterhin sehr gut aus. Der Häusermarkt, die Industrie und natürlich vor allem der Arbeitsmarkt liefern allesamt äußerst solide Daten ab. Auch der amerikanische Konsument schlägt sich trotz hoher Inflation und massiv gestiegenen Zinsen wacker. Ein Blick auf die Sentimentindikatoren gestaltet sich hingegen weniger erfreulich: mittlerweile liegen

Mittelfristige EUR-USD-Perspektiven: back to fundamentals!

die Einkaufsmanagerindizes zum Großteil unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Im dritten Quartal sollten die Anzeichen wirtschaftlicher Schwäche deutlich zunehmen. Unsere Volkswirte erwarten ein Schrumpfen der Wirtschaft um 2,7% in Q3 und 1,8% in Q4 (beides Q/Q, annualisiert). Dies wird nicht spurlos am US-Dollar vorbeigehen. Umgekehrt verhält es sich in der Eurozone. Hier haben die Daten zuletzt eher enttäuscht, sollten sich jedoch in den kommenden Monaten verbessern. Das fundamentale Umfeld bzw. unsere Prognosen sprechen daher weiterhin für eine Aufwertung in Richtung der Marke von 1,15 USD.

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

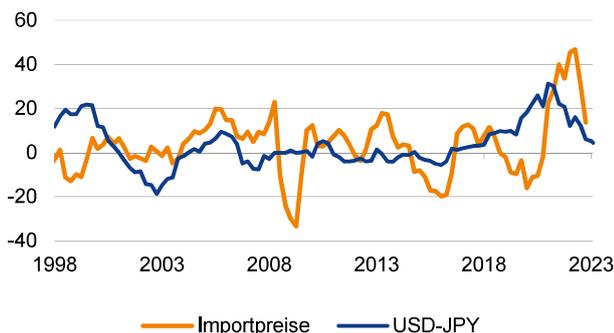
Euro weiterhin mit Aufwertungspotenzial in Richtung von 1,15 USD

Japan: Bringt die anhaltende Yen-Schwäche das BoJ-Fass zum Überlaufen?

Japans Notenbank hat ein weiteres Mal bewiesen, dass ihre Geldpolitik sich nicht an den Entscheidungen anderer Währungshüter ausrichtet. Während US-Fed und EZB letzte Woche unterstrichen haben, ihren Kampf gegen die Inflation noch nicht beenden zu wollen, spielt die BoJ weiter auf Zeit. Mit einer Leitzinserhöhung war bei ihrer jüngsten Sitzung ohnehin nicht zu rechnen, und auch eine Anpassung der Zinskurvenkontrolle bereits zu diesem Termin war eher eine Außenseiterwette. Stattdessen beharrt die Notenbank weiter darauf, dass die Inflation „wahrscheinlich“ ab Herbst wieder zurückgehen werde. Kenner werden bemerken, dass hier in den letzten Monaten noch von „sehr wahrscheinlich“ (highly likely) die Rede war, es also durchaus eine Nuancenverschiebung gegeben hat. Diese war jedoch nicht markant genug, um als Signal für einen sich anbahnenden Kurswechsel zu gelten. Als Schlüssel für die mittelfristige Ausrichtung sehen wir die Inflationsprojektionen im Zuge der BoJ-Sitzung im Juli. Können Ueda&Co an der These einer nur temporär überschießenden Teuerung festhalten, obwohl die Realität zunehmend ein anderes Bild abgibt?

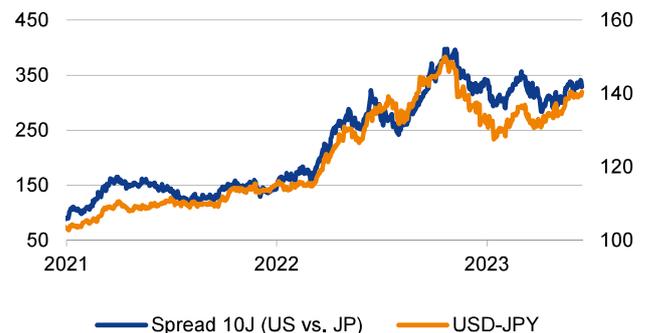
BoJ ändert nur Nuancen ihres Inflationsbilds, neue Projektionen im Juli als Schlüssel

IMPORTIERTER PREISDRUCK AUS 2022 HAT SICH ENTSPANNT, DROHT BEI ANHALTENDER YEN-SCHWÄCHE ZURÜCKZUKEHREN
IMPORTPREISE UND USD-JPY, VERÄND. IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

ENDE DES US-RENDITEANSTIEGS WÜRDEN AUCH USD-JPY IN DIE SCHRANKEN WEISEN
ZINSDIFFERENZ US VS. JP, GOVIES, IN BP (L.S.) UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Diese offenkundige Divergenz zwischen der Geldpolitik in Japan und den restriktiven Bemühungen im Rest der Welt setzt den Yen unter Abgabedruck. Beim 15-Jahreshoch in EUR-JPY über 155 JPY spielt sicher auch die hawkische EZB eine Rolle, doch vor allem die USD-JPY-Notierungen oberhalb von 140 JPY haben Verbalinterventionen im Finanzministerium ausgelöst. Marktseitig wird schon spekuliert, bei welchem Niveau die Schmerzgrenze liegen könnte. Auch wenn die Eskalation im Yen vermutlich noch nicht weit genug vorangeschritten ist, um in Kürze einen Markt-

Yen-Schwäche löst bereits Verbalinterventionen aus – wie steht Ueda dazu?

eingriff zu rechtfertigen, könnten die Erfolgchancen merklich höher sein als bei der letzten großen Interventionswelle im Herbst. Damals hatte die Notenbank die Stabilisierungsversuche des Finanzministeriums torpediert und die Folgen der Yen-Abwertung als positiv zum Überwinden des strukturellen Niedriginflationsumfelds gelobt. Der neue BoJ-Chef Ueda dürfte eine andere währungspolitische Position beziehen und auf die Gefahren importierter Inflation bei ohnehin überschießenden Preisen hinweisen. Letztlich könnte eine zu lange anhaltende Yen-Schwäche sogar der Tropfen sein, der das geldpolitische Fass zum Überlaufen bringt und den Zeitpunkt der BoJ-Wende nach vorne zieht. Unsere langfristige Prognose setzt weiterhin auf eine Mischung aus globaler USD-Schwäche und geldpolitisch induzierter Yen-Stärke mit dem Resultat von USD-JPY-Kursen um 125 JPY (+12M).

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

Großbritannien: Inflationssorgen rücken in den Vordergrund

Die britische Wirtschaft hat sich noch nicht erholt. Die Konjunktur läuft weiterhin nur schleppend. Positiv kann zwar angemerkt werden, dass sich die Aussichten durchaus aufgehellt haben. Doch die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor zeichnen divergierende Bilder: Während die kommenden sechs Monate für das verarbeitende Gewerbe schwierig sein dürften, befindet sich der Dienstleistungssektor in einer deutlich günstigeren Situation. Die DZ BANK hat ihre Prognose für das BIP-Wachstum in diesem Jahr daher erneut nach oben revidiert: von bisher -0,3% auf +0,5% p.a.

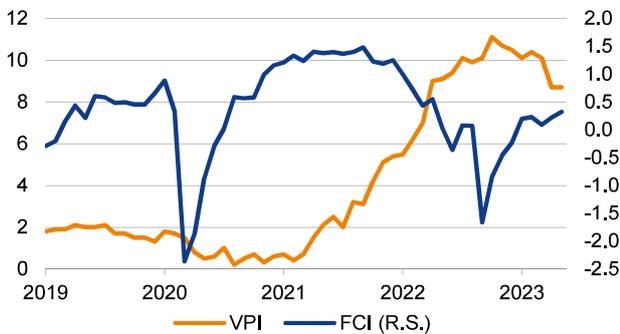
Nach Einschätzung der Bank of England gibt es immer noch zwei miteinander verbundene Problembereiche: die Inflation, die trotz des Rückgangs auf 8,7% von ihrem im Oktober gemeldeten Höchststand von 11,1% immer noch viel zu hoch ist, sowie der angespannte Arbeitsmarkt. Wenngleich die Headline-Inflation in den kommenden Monaten zurückgehen dürfte, da der Energiepreisanstieg von 2022 nicht mehr in die Berechnung einfließt, kletterte die im Januar verzeichnete Kernrate von 5,8% bis Mai auf 7,1%. Für die Zentralbank stellt dies ein gewaltiges Problem dar, denn offenbar hat die geldpolitische Straffung des vergangenen Jahres bisher nicht die gewünschte Wirkung erzielt. Hinzu kommt der starke Arbeitsmarkt, der eng mit dem Inflationsproblem verkoppelt ist. Mit 3,8% lag die Arbeitslosenrate im April nur knapp über dem Tief von 3,5% vom Sommer des vergangenen Jahres. Dadurch steigt der Aufwärtsdruck auf die Löhne, die derzeit mit einer Rate von 7,5% zulegen und so das Risiko von Zweitrundeneffekten erheblich verschärfen. Ein hohes Lohnwachstum führt zu zunehmendem Druck auf die Produktionskosten, stützt aber gleichzeitig einen immer noch relativ lebhaften Privatkonsum.

Die Daten zeigen, dass die Wirtschaft nicht in bester Verfassung ist

Die Inflation ist kaum gesunken und bereitet der BoE weiterhin Sorgen

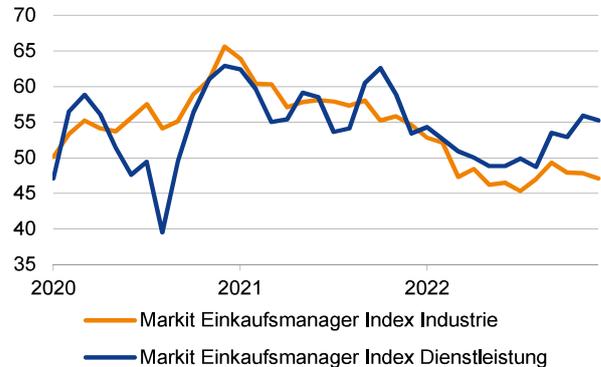
Der Arbeitsmarkt ist angespannt und die Löhne steigen nach Auffassung der BoE zu schnell

INFLATION BLEIBT ZU HOCH: KREDITMÄRKTE TROTZ HÖHERER ZINSEN NICHT BESONDERS ANGESpanNT.
VPI IN % (J/J), L.S.; FCI-PUNKTE (R.S.; JE NIEDRIGER, DESTO ENGER)



Quelle: Bloomberg

STÄRKE DES DIENSTLEISTUNGSSEKTORS SPRICHT FÜR WACHSTUM IN H2 2023, INDUSTRIELLER SEKTOR DEUTLICH PESSIMISTISCHER IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

Geldpolitisch bleiben der Bank of England derzeit nur wenige Optionen. Weitere Zinsschritte sind erforderlich, um Gesamtangebot und -nachfrage wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Wir gehen davon aus, dass der MPC den Leitzins noch vor Ende des Sommers auf 5,25% anheben und dann erst einmal abwarten wird, ob die im vergangenen und laufenden Jahr ergriffenen Straffungsmaßnahmen Wirkung zeigen. Die von den Geldmärkten aktuell erwartete Erhöhung auf 6,05% bis Jahresende erscheint überzogen, denn damit würde das Abgleiten in eine Rezession zur realen Gefahr.

MPC hat keine andere Wahl als den Leitzins in diesem Sommer weiter anzuheben – Spitzenwert von 5,25% erwartet

Das britische Pfund hat in jüngster Zeit von den Spekulationen, der Leitzins könne auf deutlich über 5% angehoben werden, profitiert. Da diese spekulativen Käufe der britischen Währung unserer Ansicht nach einer soliden Grundlage entbehren, besteht das Risiko von Enttäuschungen: Das Pfund könnte entsprechend wieder auf tiefere Niveaus zurückfallen. Denn schließlich sind die volkswirtschaftlichen Rahmendaten wenig robust und die politische Situation birgt zahlreiche Herausforderungen für die Regierung (es stehen Zwischenwahlen an). Zwar hat sich die Stimmung gegenüber dem Pfund im Vergleich zur Lage vor sechs bis neun Monaten verbessert (gemessen an der Nettozahl der offenen Terminkontraktpositionen), ist aber dennoch nicht wirklich optimistisch.

Pfund Sterling profitiert – wohl nur vorübergehend – von Spekulationen über weitere Zinsanhebung

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

Schweiz: Verursacht die SNB durch Zinserhöhungen selbst Inflationsdruck?

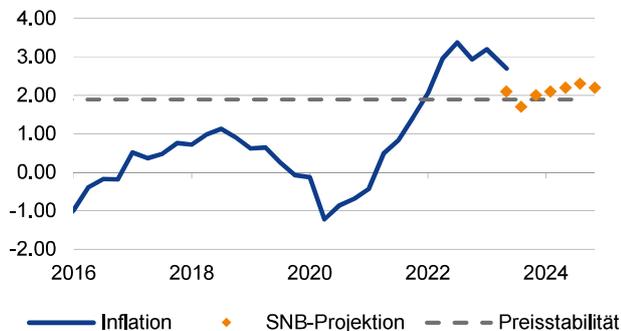
Vor exakt einem Jahr hatte die Schweizerische Nationalbank ihre Zinswende vollzogen und die Geldpolitik seitdem bei jeder der vierteljährlichen Sitzungen erneut gestrafft. Mit dem Schritt um „nur noch“ 25 Bp heute früh liegt der Leitzins nun bei 1,75%. Die SNB hat sich damit für die defensivere Seite der Markterwartungen entschieden. Eingepreist war eine Erhöhung um 38 Basispunkte, also annähernd fifty-fifty zwischen einem kleinen und einem großen Schritt. Auch weiterhin heißt es seitens der SNB: „Es ist nicht auszuschließen, dass zusätzliche Zinserhöhungen nötig werden.“ Das Inflationsbild ist zwar leicht nach oben genommen worden, mit unterstellten 2,2% und 2,1% (2024 bzw. 2025) in der durchschnittlichen Jahresrate gibt es zwar weiterhin Handlungsbedarf, aber keine erhöhte Alarmbereitschaft. Der Gipfel der SNB-Zinserhöhungen könnte damit schon jetzt oder spätestens im September nach einem letzten Versicherungsschritt erreicht sein. Damit wäre eine

SNB mit erneuter Leitzinserhöhung

wichtige Annahme für unsere Prognose erfüllt, wonach EUR-CHF mittelfristig wieder oberhalb der Parität notieren sollte.

ALLES WIRD GUT: SNB SETZT AUF SCHNELLE RÜCKKEHR ZUR PREISSTABILITÄT

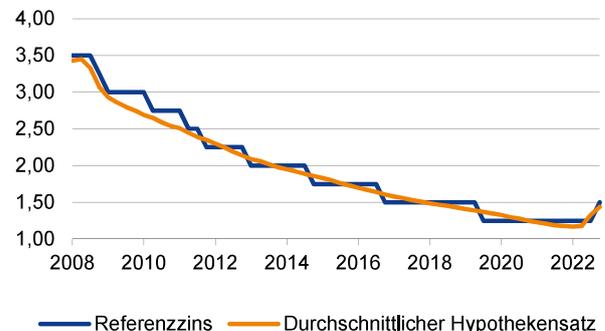
SNB-PROJEKTIONEN VOM JUNI 2023: CPI, VERÄND. IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv, SNB

REFERENZSATZ FÜR MIETEN ERSTMALS ERHÖHT – HEIZT DIE SNB DIE INFLATION AN?

HYPOTHEKARISCHER REFERENZZINS, IN %



Quelle: BWO (Bundesamt für Wohnungswesen)

So eindrucksvoll die Entschlossenheit der SNB auch sein mag, ist sie nicht frei von Nebenwirkungen. Eine unerwünschte Folge ist die Rückkoppelung auf die Schweizer Mieten, die aufgrund der SNB-Politik höchstwahrscheinlich steigen werden. Ja, Sie lesen richtig: Leitzinserhöhungen wirken in der Schweiz inflationstreibend. Was zunächst an die eigenwilligen volkswirtschaftlichen Theorien des türkischen Staatschefs Erdogan erinnert, ist kein Hirngespinnst. In der Schweiz gibt es eine (weltweit einmalige) Koppelung der zulässigen Mieterhöhungen an einen offiziellen Referenzzins, der auf den durchschnittlichen Hypothekenkrediten beruht und somit von der SNB-Politik abhängt. Dieser wurde Anfang Juni 2023 erstmals seit Einführung der Regelung im Jahr 2008 erhöht, konkret von 1,25% auf 1,50%. Bei einer Anhebung des hypothekarischen Referenzzinssatzes um 0,25 Prozentpunkte dürfen die Vermieter den Mietzins um 3% anheben. Der früheste Termin für daraus resultierende Mieterhöhungen ist der 1. Oktober, ein erneuter Anstieg bei der nächsten vierteljährlichen Überprüfung des Referenzzinssatzes ist wahrscheinlich.

Türkische Verhältnisse: SNB als Inflationstreiber

Dass höhere Mieten ein zentraler Faktor bei steigenden Lebenshaltungskosten sind, ist ein globales Thema. Die Besonderheit in der Schweiz ist die direkte Koppelung an das Hypothekenzinsniveau und damit an die SNB-Zinserhöhungen, die eigentlich doch inflationsdämpfend wirken sollen. Im Warenkorb der CPI-Berechnung sind Wohnungsmieten mit einem Anteil von 18,6% enthalten. Noch ist unklar, inwieweit Vermieter ihre Chance auf Mieterhöhungen auch ausnutzen werden, und der Effekt auf die Gesamtinflation fällt je nach unterstellter Überwälzung unterschiedlich aus. Unstrittig dürfte jedoch sein, dass wir hier einen neuen Impuls sehen, der den zuletzt zu beobachtenden markanten Inflationsrückgang durchkreuzt. Es gibt (seriöse) Schätzungen, die den Effekt des höheren Referenzzinssatzes auf die Teuerung im kommenden Jahr auf rund einen Prozentpunkt quantifizieren, die Inflationsrate läge also um 1% höher. Bei einem SNB-Inflationsziel von 2% wäre das ein ordentlicher Brocken. Weitere Zinserhöhungen der SNB können hierauf nicht die Antwort sein, sie wären ja sogar kontraproduktiv. Bei der Analyse der CPI-Daten ab Herbst müssen wir jedoch vorsichtig sein, um keine falschen Rückschlüsse auf eine vermeintliche Notwendigkeit weiterer Zinsschritte zu ziehen.

Schweizer Immobilienmarkt: Referenzzinssatz steigt erstmal an

Australien & Neuseeland: Kaum inländische Impulse für den „Kiwi“ erwartet

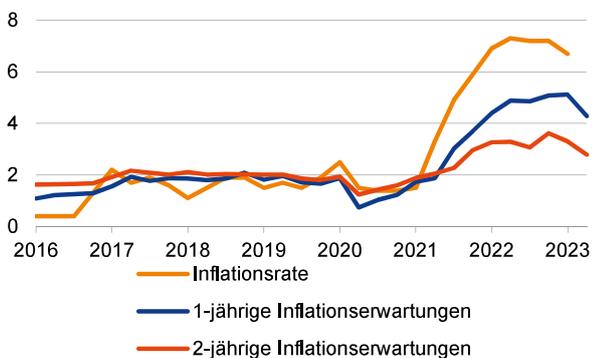
Ende Mai erhöhte die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) nochmals ihren Leitzins auf nun 5,50%. Nach einer kumulierten Straffung des geldpolitischen Kurses von insgesamt 525 Bp seit Oktober 2021, womit die Zentralbank unter den Industrieländern bis dato am restriktivsten vorging, dürfte unserer Ansicht nach nun das Ende der Fahnenstange erreicht sein. Zwar können sich die neuseeländischen Währungshüter hinsichtlich der Inflationsdynamik durchaus zufrieden zeigen – die Inflationsrate ging in den letzten zwei Quartalen stärker zurück als von der RBNZ projiziert und auch die Inflationserwartungen sind deutlich rückläufig. Allerdings dürfte die schwächelnde Konjunktur den Notenbank-Obersten Sorgen bereiten und bei den kommenden Sitzungen mehr in den Fokus rücken.

Denn die jüngsten BIP-Daten für das erste Quartal 2023 zeigen, dass Neuseeland sich mittlerweile in einer Rezession befindet. Das BIP schrumpfte um 0,1% (Q/Q) und lag damit deutlich unterhalb der Projektion der RBNZ (+0,3%, Q/Q); die jährliche Wachstumsrate war mit 2,2% (J/J) sogar deutlich schwächer als der Marktkonsens (+2,6, J/J). Neun von insgesamt 16 Industriezweigen schrumpften im Vergleich zum Vorquartal, wobei besonders unternehmensnahe Dienstleistungen (-3,5%, Q/Q) und die Verkehrsbranche (-2,2%, Q/Q) rote Zahlen schrieben. Von der Ausgabenseite betrachtet bleiben die privaten Haushalte der größte Unsicherheitsfaktor für die kommenden Quartale: Wengleich die Ausgaben der privaten Haushalte mit +2,4% (Q/Q) im ersten Quartal sogar noch stützend auf das BIP gewirkt haben, dürfte das mittlerweile sehr restriktive Zinsniveau die Haushalte zunehmend belasten.

Ende des Leitzinserhöhungszyklus in Neuseeland wohl erreicht

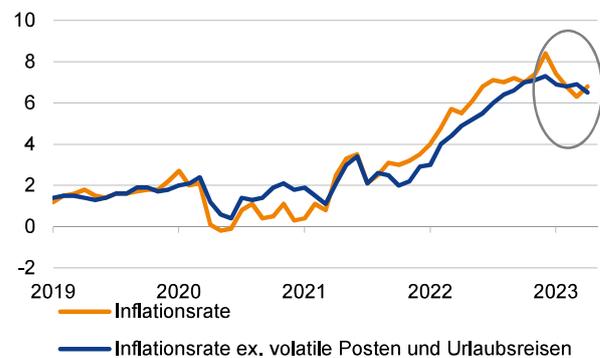
Die restriktive Geldpolitik führte Neuseeland früher in eine Rezession als von der RBNZ angenommen

NZ: AUCH DIE INFLATIONSERWARTUNGEN SIND IM ZWEITEN QUARTAL NUN DEUTLICH GESUNKEN
J/J IN %



Quelle: Bloomberg

AU: DIE HEADLINE-RATE DER MONATLICHEN INFLATIONSDATEN ZEIGTE V.A. AUFGRUND EINES BASEEFFEKTES GEN NORDEN
J/J IN %



Quelle: Bloomberg

Und wie reagiert der Kiwi-Dollar auf die zwei Paukenschläge „Ende des Erhöhungszyklus“ und „Rezession“? Gegenüber dem US-Dollar zugegebenermaßen relativ unbeeindruckt, denn auch der Greenback musste aufgrund der Zinspause der US-Notenbank einiger Dämpfer hinnehmen. Der Euro dagegen konnte gegenüber dem neuseeländischen Dollar seit Jahresbeginn bereits 5% zulegen; EUR-NZD notiert aktuell oberhalb von 1,77 NZD. Auch wenn wir kaum inländische Impulse für den „Kiwi“ aufgrund des schwierigen fundamentalen Fahrwassers im laufenden Jahr erwarten, könnte die jüngste Leitzinssenkung der chinesischen Zentralbank (PBOC) die Konjunktur der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt ankurbeln und für ein sich aufhellendes, globales Risikosentiment sorgen – und somit dem neuseeländischen Dollar als risikosensitive Währung Unterstützung bieten. Dennoch haben wir unsere Währungsprognosen für den Kiwi-Dollar zuletzt leicht nach unten revidiert.

Kaum inländische Impulse für NZD erwartet

In Australien sorgte die RBA Anfang des Monats erneut für eine Überraschung, indem sie ihren Leitzins um 25 Bp auf 4,10% erhöhte. Hauptgründe für die Leitzinserhöhung dürften vor allem die Zunahme der monatlichen Inflationsrate im April von zuvor 6,3% (J/J) auf 6,8% (J/J), die wenige Tage vor der Entscheidung des Boards veröffentlicht wurde, sowie die seit drei Monaten wieder ansteigenden Häuserpreise gewesen sein. Die „Minutes“ der Sitzung zeigten, dass die Währungshüter über eine Zinspause diskutierten und die Argumente für und gegen eine Zinserhöhung „finely balanced“ waren. Doch wird die RBA die geldpolitischen Zügel noch weiter straffen? Unser Ansicht nach überwiegen die Gründe für ein Ende des Zinserhöhungszyklus. Erstens war die Zunahme der monatlichen Inflationsrate im April vor allem Basiseffekten (genauer gesagt der Einführung vorübergehender Kraftstoffsteuersenkungen im April 2022) geschuldet. Daneben ist das BIP-Wachstum in Q1 mit 2,3% (J/J) schwächer ausgefallen als erwartet und das Geschäftsvertrauen rutschte im Mai wieder in den negativen Bereich. Und auch das Verbrauchervertrauen hinsichtlich des Arbeitsmarktes hat sich nun merklich eingetrübt. Dennoch fiel der Beschäftigungszuwachs mit knapp 62.000 neuen Stellen im Mai wieder äußerst stark aus; die Arbeitslosenquote sank auf 3,6% – was definitiv ein Problem für die RBA darstellt. Sollten die monatlichen Inflationsdaten für Mai wieder deutlich nachlassen, dürften unserer Ansicht nach die australischen Notenbanker ab sofort die Füße stillhalten (und allenfalls einen weiteren Sicherheitsschritt unternehmen). Der „Aussie“ könnte allerdings zunächst unter Abgabedruck geraten, denn aktuell preisen die Cash Rate Futures Zinserhöhungen von 40 Bp zum Jahresende ein.

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

Kanada: Bank of Canada (BoC) dreht erneut an der Zinsschraube

Die kanadische Zentralbank hatte den Leitzins zuletzt im Januar um 25 Bp. auf 4,50% angehoben, um dann fünf Monate lang an ihrer Zinspolitik festzuhalten. Insofern kam ihre Entscheidung, im Juni erneut an der Zinsschraube zu drehen, für die Finanzmärkte überraschend. Angesichts der jüngsten Konjunkturdaten und der Äußerungen ihres Vize-Chefs setzt die BoC ihren Straffungszyklus, der vor ein paar Wochen noch abgeschlossen schien, jetzt offenbar fort. Doch das reicht vermutlich nicht, um den kanadischen Dollar deutlich zu stärken.

Die Kursänderung der BoC beruht im Wesentlichen auf drei Faktoren: Zunächst einmal hat sich die kanadische Konjunktur besser als erwartet geschlagen. Wenn auch das Wachstumstempo etwas nachgelassen hat, so ist ein Zuwachs von 1,7% (J/J) – ausweislich der Monatsdaten – immer noch vergleichsweise solide. Zweitens hat laut BoC die Abwärtsdynamik der Kerninflationsrate nachgelassen. Seit Jahresbeginn ist der Verbraucherpreisindex von 5,9% auf 4,4% (J/J) gesunken, während die nach der Methode der getrimmten Mittelwerte berechnete Kerninflation nur von 5,1% auf 4,2% zurückgegangen ist. Und schließlich hat sich der Arbeitsmarkt als überraschend robust erwiesen. Im Mai lag die Arbeitslosenrate mit 5,2% nur knapp über dem Fünfzigjahrestief von 4,9%, das im Sommer vergangenen Jahres erreicht wurde. Die durchschnittlichen Stundenlöhne sind im Jahresvergleich um 5,1% (J/J) gestiegen, während die Arbeitsproduktivität seit vier Quartalen leicht negativ ist (Q1: -0,6% Q/Q). Vor diesem Hintergrund geht die Bank davon aus, dass ein weiteres Anziehen der Zinszügel erforderlich ist, um Gesamtangebot und -nachfrage wieder ins Gleichgewicht zu bringen und so innerhalb des gewünschten Zeitrahmens das Inflationsziel von 2% zu erreichen.

Zunahme der monatlichen Inflationsrate sorgte für Überraschung bei RBA-Entscheidung

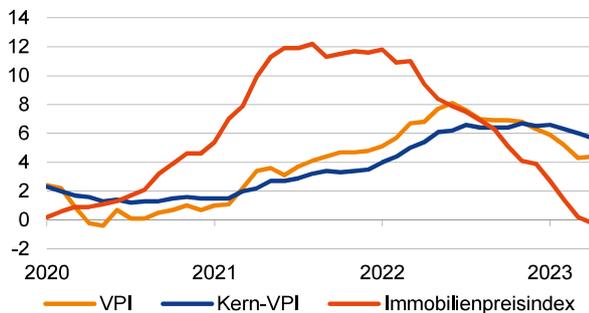
Genug Gründe, dass RBA nicht weiter an der Zinsschraube dreht

Nach Monaten des Abwartens überrascht die BoC im Juni mit einer Anhebung um 25 Bp.

BoC in Sorge über schleppenden Rückgang der Kerninflationsrate und robusten Arbeitsmarkt

KANADAS INFLATION ZWAR RÜCKLÄUFIG, DOCH INSBESONDERE DIE KERNRATE SINKT NACH ANSICHT DER BOC ZU LANGSAM

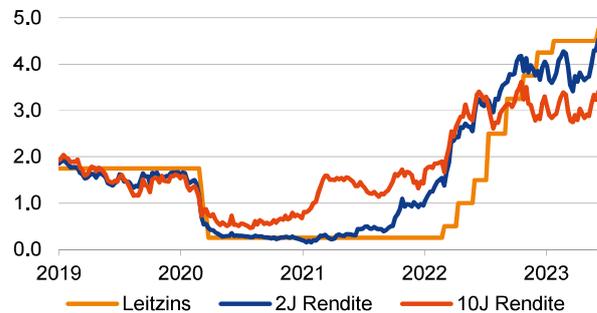
IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg

SORGEN DER BOC UM KERNINFLATION UND LOHNWACHSTUM FÜHREN ZU AUFWÄRTSDRUCK AUF ZINSEN AM KURZEN ENDE

IN %



Quelle: Bloomberg

Der Ausblick für die weitere Geldpolitik Kanadas wurde im Frühsommer einer erneuten Anpassung unterzogen und ist jetzt hawkischer als noch vor ein paar Monaten. Über die nächsten drei Monate erwartet man eine weitere Anhebung um 25 Bp. auf einen Leitzins von 5%. Danach dürfte die BoC bis zum Jahresende an diesem Zinssatz festhalten.

Weitere Zinserhöhungen in den kommenden Monaten

Kanadas Rückkehr zu einer stärker anti-inflationär ausgerichteten Zinspolitik belastete das Währungspaar USD/CAD in der ersten Junihälfte. Der USD gab auf fast 1,32 CAD nach, den tiefsten Stand seit September. Doch sind bereits eine Vielzahl positiver Faktoren in den kanadischen Dollar eingepreist, sodass der USD in den kommenden Monaten auch weiterhin nur knapp über 1,30 CAD notieren dürfte. Dank der hawkisheren EZB dürfte der Euro die Verluste vom späten Frühjahr zum Teil wieder wettmachen und sich allmählich Richtung 1,47 CAD bewegen.

Kanadischer Dollar hat Positivfaktoren bereits eingepreist, deutliche Gewinne eher unwahrscheinlich

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

Skandinavien: Notenbanken bleiben auf dem Bremspedal

Die kurzfristigen Aussichten für Schwedens Wirtschaft sind aufgrund der anhaltend hohen Inflation und steigender Zinsen düster. Der Dreimonats-Interbankenzins (STIBOR) ist in den zurückliegenden zwölf Monaten um rund 350 Basispunkte angestiegen. Die schwedische Wirtschaftsentwicklung dürfte im zweiten und dritten Quartal 2023 negative Wachstumsraten aufweisen und wird in diesem Jahr wohl zu den schwächsten in Europa gehören. Im laufenden Jahr sollte das BIP um 0,5% schrumpfen und auch im Jahr 2024 nur um 0,7% zulegen können. Angesichts einer historisch schwachen Krone und eines angespannten Arbeitsmarktes bleibt der Inflationsdruck vorerst noch hoch.

Konjunkturdelle im zweiten und dritten Quartal

Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex (CPI mit festem Zinssatz) lag im Mai bei 6,7% im Jahresvergleich, gegenüber dem Höchststand von 10,2% im Dezember. Die Inflation befindet sich zwar auf einem Abwärtstrend, der Preisauftrieb bleibt aber weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Im weiteren Jahresverlauf sollte sich die Teuerung immer mehr abschwächen. Im kommenden Jahr dürfte der CPIF-Index nach Einschätzung der Riksbank dem Zielwert der Notenbank sehr nahekommen. Der hohen Inflation Rechnung tragend hat die schwedische Zentralbank die Geldpolitik weiter verschärft und den Leitzins Ende April auf 3,50% angehoben. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um

Inflation noch weit über dem Zielwert

Riksbank dürfte den Leitzins noch um weitere 25 Basispunkte anheben

350 Basispunkte im Jahr 2022 und Anfang 2023 dürfte die Riksbank am 29. Juni eine weitere Anhebung auf einen Leitzins von 3,75% vornehmen und danach eine Pause einlegen. Die Risiken für den Leitzinspfad bleiben aber nach oben gerichtet. Dies zeigen auch die Geldterminmärkte, die auch zur Notenbanksitzung im September eine erneute Anhebung auf 4,0% einpreisen.

Die Rahmenbedingungen für die Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der schwedische Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeaufschläge zur Eurozone an Attraktivität verloren hat. Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich Schwedens Währung mittelfristig wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 9,7% (J/J) im weiteren Jahresverlauf auf 7,6% (J/J) abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,45 SEK.

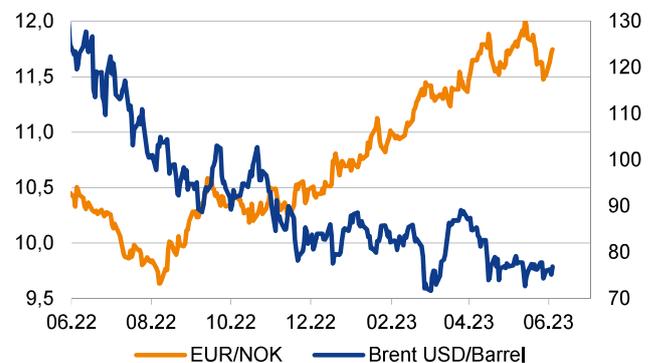
Krone auf Zwölfmonatssicht bei der Marke von 11,45 SEK erwartet

SCHWEDEN: 3M-ZINSSPREAD ZUR EUROZONE ABGESCHMOLZEN IN BASISPUNKTEN



Quelle: Refinitiv

NORWEGEN: NIEDRIGE ROHÖLPREISE BELASTEN DIE KRONE
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Die Bewegungen des Rohölpreises spiegeln sich zumeist unmittelbar in den Notierungen der norwegischen Krone wider und die Preisentwicklung bei Rohöl wird derzeit durch die vorherrschenden Konjunktursorgen belastet. Die Brent-Notierungen gaben seit Mitte April um gut 16% nach und dies trotz der Fördermengenkürzung durch die OPEC+, die seit Anfang Mai gilt. Zudem belasten weitere Faktoren die Krone: Das Wirtschaftswachstum dürfte sich gegenüber dem Vorjahr deutlich abschwächen und dies bei hoher Inflation und einer Risikoaversion, die vor allem bei kleineren Währungsräumen, die nicht als sichere Währungshäfen gelten, zu einem Abgabedruck geführt hat. Zudem haben sich die einst so lukrativen Renditeaufschläge gegenüber dem Euroraum deutlich verengt. In den zurückliegenden zehn Monaten schmolzen die Aufschläge auf Euribor und Bundesanleihen um rund 90 bis 210 Basispunkte und damit büßen norwegische Zinsprodukte an Attraktivität ein. Recht besorgt zeigt sich die Norges Bank über die schwache Krone. Die NOK notiert jetzt gut 10% schwächer als zu Jahresbeginn, seit August letzten Jahres schlagen sogar rund 20% Abwertung zum Euro zu Buche und dies treibt die importierte Inflation in die Höhe, die in Norwegen etwa ein Drittel der Kerninflation ausmacht.

Schwache Rohölpreisentwicklung, Konjunkturertrübung und Spread-Einengungen belasten die Krone

Auch vor dem Hintergrund eines leergefegten Arbeitsmarktes, die Arbeitslosenrate ist auf 1,7% gesunken, bleibt Norwegens Inflation mit 6,7% im Jahresvergleich nahe an ihren Rekordhochs. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Mai auf ebenfalls 6,7% im Jahresvergleich gestiegen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ bleibt damit vorerst noch außer Sichtweite. Beim Leitzinsentscheid am 22. Juni wurde die Policy Rate auf 3,75% festgesetzt. Zudem wurde die Leitzinsprognose nach oben korrigiert und deutet auf eine Anhebung des Leitzinssatzes auf 4,25% im Laufe des Herbstes hin.

Von den künftigen Spreadverläufen, bei denen wir von einer moderaten Ausweitung ausgehen, sollten positive Effekte auf die Krone ausgehen. Profitieren sollte Norwegens Währung zudem von Rohölpreisanstiegen – wir halten auf Sicht von zwölf Monaten Notierungen um 95 USD pro Barrel für wahrscheinlich. Ferner dürften die noch weiterhin restriktive Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig wieder nachgebende Inflationsraten der Krone zugutekommen. Wir gehen auf Jahresfrist bei EUR-NOK von Niveaus um 11,20 NOK aus.

Arbeitsmarkt leergefegt

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

EUR-NOK: Auf Jahresfrist Notierungen um 11,20 NOK wahrscheinlich

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Zweites Halbjahr 2023 dürfte von aufkommenden Leitzinssenkungserwartungen geprägt sein

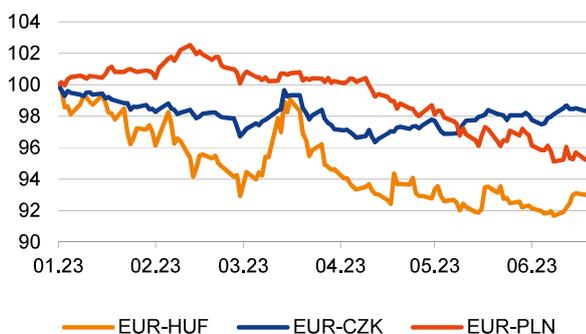
Das erste Halbjahr des Jahres 2023 neigt sich dem Ende zu, Zeit für die CE3-Währungen, eine erste Bilanz zu ziehen. Positiv hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, dass es allen drei osteuropäischen Währungen in den ersten sechs Monaten des Jahres gelungen ist, gegenüber dem Euro wieder Boden gutzumachen. Die Nase vorne hat hierbei jedoch der ungarische Forint, gefolgt vom polnischen Zloty und der tschechischen Krone.

Dass sich der Forint derart wacker geschlagen hat, dürfte maßgeblich auf die beherzten Leitzinsanhebungen der ungarischen Notenbank zurückzuführen sein. So hob sie doch die Leitzinsen im Kampf gegen die Inflation massiv an. Zwar verfolgen auch die Währungshüter in Warschau und Prag einen restriktiven geldpolitischen Kurs. Die dortigen Leitzinsniveaus von 7% (Tschechien) bzw. 6,75 (Polen) sind jedoch deutlich niedriger als ihre ungarischen Pendanten (13% Base Rate; 16% One-Day Deposit Rate) und dies, obwohl die Notenbank in Budapest bereits mit einer umsichtigen Lockerung der geldpolitischen Zügel begonnen hat. Verwunderlich ist der ausgeprägte geldpolitisch restriktive Kurs der ungarischen Zentralbank allerdings nicht, ist doch auch der dortige Preisdruck wesentlich stärker ausgeprägt als in den beiden CE3-Nachbarländern.

Forint mit bester Halbjahresbilanz

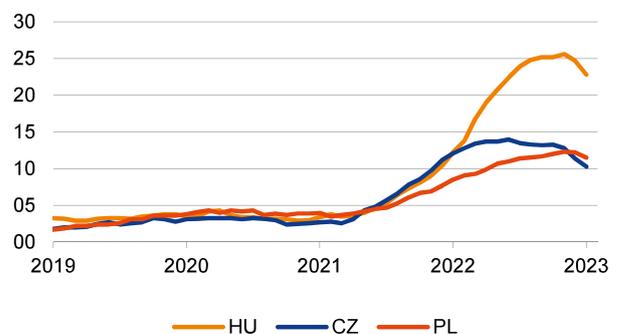
Ungarisches Leitzinsniveau das höchste im CE3-Universum; die Inflation allerdings auch

HALBJAHRESBILANZ: FORINT HAT IM CE3-VERGLEICH DIE NASE VORNE
INDEXIERT, 02.01.2023 = 100



Quelle: Bloomberg

INFLATIONSDRUCK LÄSST NUR ZÖGERLICH NACH
NATIONALE INFLATIONSENTWICKLUNG (KERNRATEN), IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

In den kommenden Wochen dürfte weiterhin die Geldpolitik im Fokus stehen. Interessant wird hierbei sein, wann die Währungshüter in Polen und Tschechien erstmals Leitzinssenkungen thematisieren werden. In Ungarn dürfte es hingegen zum einen um weitere Senkungen der One-Day Deposit Rate gehen. Zum anderen dürfte hier marktseitig nach Hinweisen bzgl. einer ersten Senkung der Base Rate geschaut werden. Alles in allem sollte damit auch das zweite Halbjahr 2023 unter dem Eindruck der weiteren Leitzinsentwicklung stehen. In diesem Zusammenhang bekräftigen wir unsere Einschätzung, wonach Hinweise auf eine fortan weniger restriktive Geldpolitik bzw. erste „echte“ Leitzinssenkungen die CE3-Währungen wieder etwas schwächer agieren lassen dürften. Bis dahin sollte jedoch noch Geduld bis in den Herbst hinein gefragt sein.

Zweites Halbjahr: Hinweise auf erste echte Leitzinssenkungen erwartet

Türkei & Südafrika: Vertrauen muss man sich erarbeiten

Die heutige Leitzinsentscheidung der türkischen Notenbank (TCMB) wurde marktseitig mit außergewöhnlicher Spannung erwartet. Überraschend ist die Fokussierung des Marktes auf die aktuelle Leitzinsentscheidung wahrlich nicht. So hat doch Staatspräsident Erdogan nach seiner Wiederwahl mit der Ernennung von Mehmet Simsek zum Finanzminister und Hafize Gaye Erkan zur neuen Notenbank-chefin Personen ernannt hat, mit deren Namen die marktseitige Hoffnung auf eine wieder orthodoxere Wirtschafts- und Geldpolitik einhergeht. Und auch der Staatschef selbst ließ wissen, dass nun, nachdem die Wahlen vorüber sind, die Aufmerksamkeit der politisch Verantwortlichen wieder stärker der Inflation und ihrer Senkung in den einstelligen Bereich gilt.

Die heutige spürbare Anhebung der türkischen Leitzinsen von zuvor 8,50% auf nun 15% ist zwar ein erster Schritt in die richtige Richtung. Allerdings blieb die Zinserhöhung 500 Bp hinter den durchschnittlichen Markterwartungen zurück, welche mehrheitlich von einer Anhebung auf 20% ausgegangen waren. Die türkische Lira konnte ihren Unmut hierüber zwar zunächst nicht gänzlich verbergen und gab gegenüber dem US-Dollar in einer ersten Reaktion etwas nach. Letztendlich pendelte sie sich aber auf den Niveaus von vor der Bekanntgabe der Leitzinsentscheidung ein. Dass ihr nachhaltige Kursverluste erspart geblieben sind, dürfte der Aussicht auf weitere Leitzinsanhebungen geschuldet sein. So machte die TCMB doch deutlich, dass sie die geldpolitischen Zügel schrittweise weiter straffen wird.

Perspektivisch wird es interessant sein, ob das türkische Staatsoberhaupt seine neue Notenbankchefin wirklich gewähren lassen wird. Hierzu würden dann weitere Leitzinsanhebungen zur Bekämpfung der Inflation gehören. Und dies eben nicht nur auf kurze Sicht, um auf diesem Wege mit dem nach der Wahl vorhandenen politischen Spielraum im Rücken, die marktseitigen Gemüter zu beruhigen, sondern auch längerfristig. Angesichts der (geld-) politischen Erfahrungen der vergangenen Jahre kann man sich jedoch nicht gänzlich des Verdachts entziehen, dass sich Staatspräsident Erdogan mit der Ernennung von Simsek und Erkan lediglich Reputation ins Kabinett geholt haben könnte, in der Hoffnung, dass alleine diese Personalien für marktseitiges Vertrauen sorgen werden, so dass er die (geld-) politischen Zügel letztendlich weiter selbst fest in der Hand halten kann.

Hoffnungen auf Rückkehr zu orthodoxer Wirtschafts- und Geldpolitik

TCMB hebt Leitzinsen deutlich an

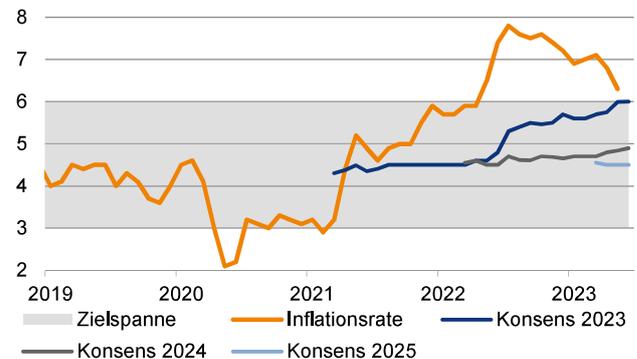
Lässt der Staatschef Erkan auch längerfristig freie Hand?

TÜRKEI: DEUTLICHE LEITZINSANHEBUNG ERSTER SCHRITT IN DIE RICHTIGE RICHTUNG
LEITZINSENTWICKLUNG, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

TROTZ PREISSCHUB BLEIBEN LÄNGERFRISTIGE INFLATIONSERWARTUNGEN IN SÜDAFRIKA MODERAT
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrika muss sich mit vielen Problemen herumschlagen, die an dieser Stelle schon mehrfach ausgiebig behandelt wurden. Die rollierenden Stromabschaltungen lagen zuletzt auf der achtstufigen Skala bei Stufe drei, was eine merkliche Entspannung gegenüber den Maßnahmen der letzten Monate bedeutete (oftmals Stufe sechs). Inzwischen liegen für das Land auch die Wachstumszahlen für das erste Quartal vor. Mit einem BIP-Plus von 0,4% (Q/Q) konnte eine Rezession vermieden werden, das deutliche Minus im Schlussquartal 2022 von -1,1% (Q/Q) relativiert allerdings diese Zahlen. Zwar gelingt es im Unternehmenssektor teilweise, die Folgen der Stromabschaltungen abzumildern. Bei privaten Haushalten und Kleinunternehmen schlägt die Belastung aber voll durch, so dass kaum eine nachhaltige Erholung gelingen kann.

Dies führt auch immer wieder zu markanten Bewegungen an den Finanzmärkten, wobei als ein positiver Faktor die South African Reserve Bank (SARB) zu nennen ist, der zugetraut wird, ihre Aufgabe zu erfüllen. Zwar hat sich auch in Südafrika der Preisauftrieb in den letzten beiden Jahren massiv beschleunigt, im Vergleich zu vielen anderen Ländern waren aber auch in der Spitze zweistellige Jahresraten weit verfehlt. Der Hochpunkt lag im Juli 2022 bei 7,8% (J/J) und im Mai gab die Rate merklich auf 6,3% (J/J) nach. In den ersten Monaten des Jahres hat sich der Preisauftrieb gemessen an der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel zwar beschleunigt, die Jahresrate blieb aber immer (Mai: 5,2% J/J) innerhalb der Zielspanne der SARB von 3% bis 6%. Entsprechend haben sich die Inflationserwartungen (Umfrage Bloomberg) der Marktbeobachter nur begrenzt eingetrübt. Insbesondere auf längere Sicht für das Jahr 2025 wird im Durchschnitt stabil eine Inflationsrate von 4,5% (J/J) und damit entsprechend der Zielvorgabe für die Notenbank prognostiziert. Dieses Vertrauen erlaubt es der SARB aber auch, auf einen extrem bremsenden Kurs zu verzichten. Mit ihrer letzten Zinserhöhung um 50 Bp auf nunmehr 8,25% im Mai hat sie den klaren Worten ihres Vorsitzenden Kganyago auch Taten folgen lassen. Sollte es nicht zu einem neuerlichen Preisschub kommen, was wir nicht erwarten, kann vermutlich auf weitere Zinserhöhungen verzichtet werden. Für den Rand bedeutet dies zwar einen verlässlichen Anker, die deutlichen Belastungen kommen allerdings von den anfangs erwähnten Faktoren. Diese führten auch zu heftigen Bewegungen. Bis Ende Mai wertete der Rand massiv ab, konnte sich im Juni aber deutlich erholen und im bisherigen Monatsverlauf um 5,2% gegenüber dem Euro zulegen. Nachhaltig dürfte dies aber nicht sein, da die Belastungen von der Energieseite bestehen bleiben und die Parlamentswahlen in der ersten Jahreshälfte 2024 für zusätzliche Unsicherheiten sorgen dürften.

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

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

Südafrika lernt mit Stromausfällen zu leben

South African Reserve Bank genießt Vertrauen

China: Konjunkturelle Zweiteilung hat währungspolitische Implikationen

Das war kein guter Monat für Chinas Währung. Die zuletzt durchweg trüben Konjunkturdaten forderten ihren Tribut vom Yuan und haben USD-CNY bis fast 7,20 CNY gewinnen lassen. Insgesamt präsentiert sich Chinas Konjunktur gespalten. Der einst als Wachstumsmotor geltende Exportsektor schwächelt aufgrund der verhaltenen Lage der Weltwirtschaft. Chinas Ausfuhren sind kräftig gesunken, und auch die Stimmungsindikatoren unterstreichen schon jetzt das angeschlagene Sentiment in der chinesischen Industrie. Dass wir für die US-Wirtschaft im weiteren Jahresverlauf dann zusätzlich auch noch eine Rezession erwarten, spricht nicht für eine zeitnahe Aufhellung in Chinas Außenhandel. Auf der anderen Seite steht die Binnennachfrage

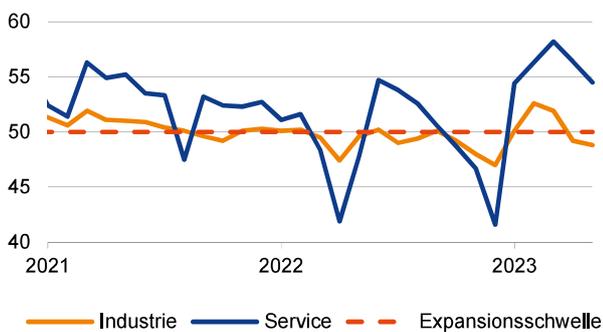
Wirtschaft gespalten, Konjunkturausblick insgesamt enttäuschend

ge, die von den Öffnungseffekten nach Beendigung der Zero-Covid-Politik profitiert, die Nachholeffekte fallen aber niedriger aus als vielfach erhofft. Dass die Konsumentenpreise seit Monaten kaum noch ansteigen (die Inflation lag im Mai nur bei +0,2%, J/J), unterstreicht den Eindruck einer Konsumflaute. Eine wichtige Rolle hierbei spielt aber auch der disinflationäre Effekt der billigen Energieimporte aus Russland.

Die Kombination aus (zu) niedriger Inflation und ungünstigem Konjunkturausblick ruft die Politik auf den Plan. Die Notenbank hat in den letzten Wochen zunächst mehrere Schlüsselzinsen aus der zweiten Reihe gesenkt, und in dieser Woche sogar den symbolträchtigsten Leitzins LPR (einjährige Loan Prime Rate) reduziert. Doch die monetäre Lockerung ist wohl nur die Spitze des Eisbergs staatlicher Hilfen. Der Markt rechnet in Kürze mit fiskalischen Hilfen, mit denen Peking der Wirtschaft unter die Arme greift. Dies dürfte vom Yuan mit entsprechendem Wohlwollen aufgenommen werden und dem jüngsten Schwächeanfall ein Ende setzen.

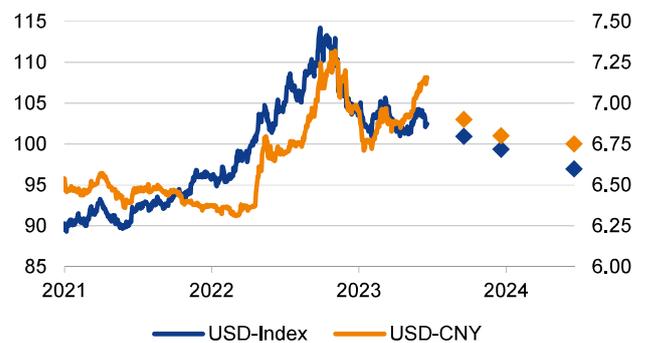
Markt wartet auf fiskalische Hilfen zur Abrundung der Zinssenkungen

ÖFFNUNGSBOOM FLAUT SCHON WIEDER AB, INDUSTRIE LEIDET UNTER EXPORTSCHWÄCHE EINKAUFSMANAGERINDIZES, IN PUNKTEN



Quelle: Refinitiv, NBS

ERWARTETE GLOBALE USD-SCHWÄCHE SPRICHT MITTELFRISTIG FÜR KORREKTUR IN USD-CNY USD-INDEX (L.S.) UND USD-CNY (R.S.), INKL. PROGNOSEN DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Apropos Yuan-Schwäche: Dass Peking in den letzten Wochen eine stetige Abwertung zugelassen hat, und auch die vermeintliche USD-CNY-Schmerzgrenze bei 7,00 CNY nicht verteidigt wurde, war ein wichtiges währungspolitisches Signal. Zunächst klingt es nach alter Tradition, dass China sich durch eine gezielte Yuan-Abwertung aus der Konjunkturschwäche exportieren will. Wir dürfen aber nicht vergessen, dass seit Mai 2020 das Modell der „Zwei Kreisläufe“ (Dual Circulation) vorangetrieben wird. Die Staatsführung will sich dadurch bewusst von der einseitigen Exportabhängigkeit lösen und einen Strukturwandel fördern, der die Rolle der Binnenwirtschaft als wichtige Wachstumssäule betont. Dieses Konzept hatte ein währungspolitisches Umdenken erfordert: Vereinfacht gesagt begünstigt ein schwacher Yuan die Exportwirtschaft, während die erhöhten Importpreise den Konsum belasten. Dieses Spannungsfeld hatte in der jüngeren Vergangenheit einer gezielten Schwachwährungspolitik entgegengestanden. Die aktuelle Divergenz zwischen einigermaßen solider Konsumnachfrage und durchweg enttäuschendem Außenhandel lässt das währungspolitische Pendel jetzt offenbar wieder stärker in Richtung Yuan-Schwäche ausschlagen.

Modell der Zwei Kreisläufe und der schwache Yuan

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

Brasilien & Mexiko: Weiter gute Stimmung für Lateinamerikas Währungen

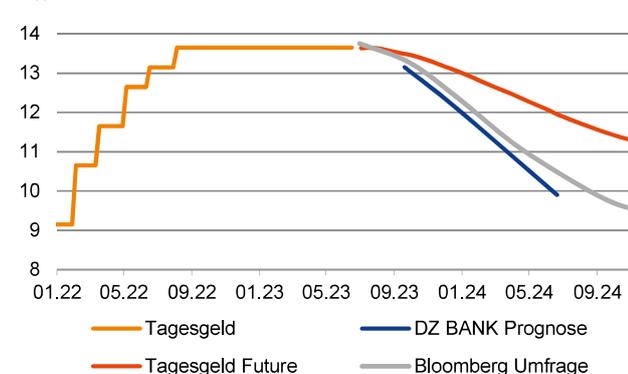
Die Banco Central do Brasil hielt auch bei ihrer jüngsten Sitzung, trotz des massiven politischen Gegenwinds aus der Regierung, den Leitzins unverändert bei 13,75%. Zwar fiel die Stellungnahme zur Entscheidung weniger scharf aus als zuvor, die erhofften klaren Signale in Richtung einer Zinssenkung bei der nächsten Sitzung im August blieben aber aus. Entsprechend dürfte sich die erste Senkung bis zur dann folgenden Sitzung im September verzögern. In der kommenden Woche steht dann noch eine Sitzung des Nationalen Währungsausschusses auf der Agenda, in dem jedoch Regierungsvertreter das entscheidende Wort haben. Dabei wird unter anderem über das künftige Inflationsziel entschieden. Nach bisherigem Stand wird für Ende 2025 eine Inflationsrate von 3% (J/J) angestrebt, mit einer akzeptierten Abweichung von +/- 1,5%. Eine einfache Fortschreibung dieser Zahl für Ende 2026 würde der Real sicher positiv aufnehmen. Allerdings besteht das Risiko einer Anhebung der Zielgröße, wie vom Präsidenten Lula da Silva in der Vergangenheit mehrfach gefordert. Kurz vor dem Abschluss steht auch die Verabschiedung eines neuen fiskalischen Rahmens. Änderungswünsche im Senat sorgten dabei zuletzt für eine Verzögerung, sodass sich auch das Abgeordnetenhaus noch einmal mit dem Gesetzespaket befassen muss. Gegenüber der damit abgelösten Ausgabenbeschränkung fällt diese Regelung zwar weniger scharf aus, die Überwindung der zuletzt bestehenden Unsicherheiten sollte aber als positiver Faktor überwiegen.

Erste Zinssenkung rückt nur langsam näher

Der Real hat einige unterstützende Nachrichten bereits vorweggenommen und sich im Juni sehr stark präsentiert, was der Notenbank ebenfalls Zinssenkungen erleichtern dürfte. Das weitere Potenzial der Währung sollte damit aber begrenzt sein. Ist der Zinssenkungsprozess einmal begonnen, dürfte er zwar eine längere Zeit fortgesetzt werden, eine Rückkehr der Zinsen in den neutralen oder gar in den expansiven Bereich ist aber auf absehbare Zeit nicht zu erwarten, da der grundsätzliche Preisauftrieb trotz der jüngsten Entspannung noch zu hoch ist. Auf Jahressicht gehen wir noch von einem knapp zweistelligen Leitzins aus. Damit vermuten wir zwar einen etwas aggressiveren Kurs als am Markt eingepreist oder durch Umfragen ermittelt, dies relativiert sich jedoch, wenn die letzten beiden Zinssenkungszyklen betrachtet werden, die beginnend 2011 bzw. 2016 innerhalb eines Jahres Zinssenkungen um 500 Bp bzw. 600 Bp gebracht haben.

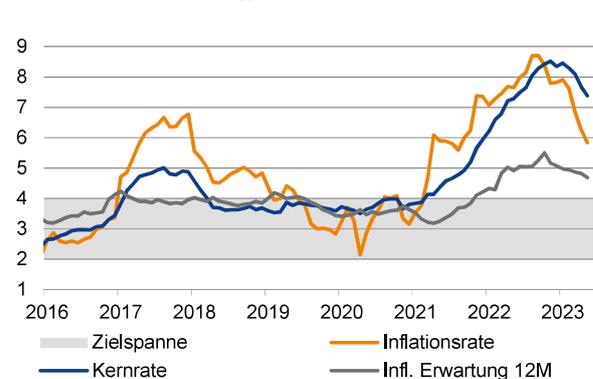
Bei einer Zinssenkung wird es nicht bleiben

ZINSSENKUNGEN IN BRASILIEN RÜCKEN NÄHER
IN %



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

INFLATIONSAZAHLEN HELLEN SICH IN MEXIKO AUF
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; Banco de Mexico

Das Regierungsbündnis um Morena, die Partei von Präsident Lopez Obrador, hat das Verfahren eingeleitet, um ihren Kandidaten für die Präsidentschaftswahl im Juni

Präsidentschaftskandidaten sollen im Herbst feststehen

2024, bei der der aktuelle Präsident nicht mehr antreten darf, zu bestimmen. Aufgrund der hohen Popularität von Lopez Obrador gehen die meisten Beobachter davon aus, dass auch der nächste Präsident aus dem Regierungslager kommen wird. Interessierte mussten bis zum vergangenen Freitag von ihren Ämtern zurücktreten, was zu einem umfangreichen Stühlerücken in der Regierung und anderswo führte. Vom 28. August bis zum 3. September soll dann der passende Kandidat durch Umfragen ermittelt werden, deren Details allerdings noch zu klären sind. Die Kandidaten müssen sich an gewisse Verhaltensregeln halten. Hierzu gehört insbesondere auch, die anderen Anwärter nicht herabzusetzen. Ein kontroverser Wahlkampf erscheint aber ohnehin weitgehend ausgeschlossen, da die Favoriten derzeit vor allem betonen, die Politik von Amtsinhaber Lopez Obrador fortführen zu wollen. Ein Jahr sind in der Politik eine lange Zeit, und so ist auch die Opposition nicht chancenlos, insbesondere wenn es gelingt, sich auf einen gemeinsamen Kandidaten zu verständigen. Auch hierzu soll schon bald das Verfahren vorgestellt werden.

Wirtschaftlich läuft es in Mexiko ordentlich. So wurde im ersten Quartal ein Wirtschaftswachstum von 1,0% (Q/Q) geschafft, eine Dynamik, die aber wohl nicht gehalten werden kann. Die Blicke der internationalen Anleger richten sich aber vor allem auf die Preisentwicklung. Die Inflationsrate ist im Mai auf 5,8% (J/J) gefallen und auch bei der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel scheint sich mit zuletzt 7,4% (J/J) die Abwärtsbewegung zu verstetigen. Gemeinsam mit dem sehr starken Peso ermöglicht dies der Banco de México, sich vom Zinskurs der Fed, die noch eine weitere Straffung signalisierte, abzukoppeln. Spannend wird es dann um die Jahreswende herum, wenn die Notenbank angesichts des bis dahin zu erwartenden weiteren Rückgangs der Inflationsraten entscheiden muss, ob sie auch unabhängig von der Fed die Zinsen senken kann. Auch wenn wir davon ausgehen, dass sich die Peso-Stärke bis dahin nicht fortsetzen wird, dürfte eine erste leichte Lockerung noch in diesem Jahr möglich sein.

Wirtschaftswachstum und sinkende Inflationsraten, was will man mehr? Niedrigere Leitzinsen!

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

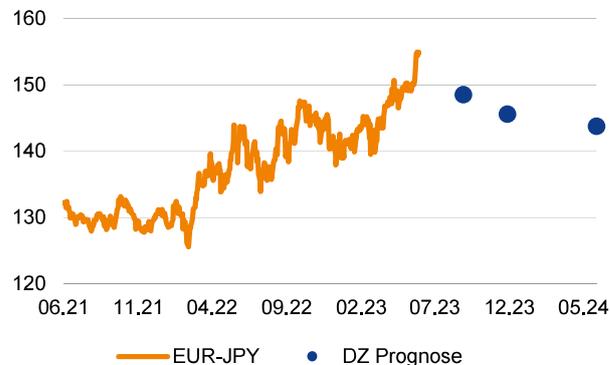
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



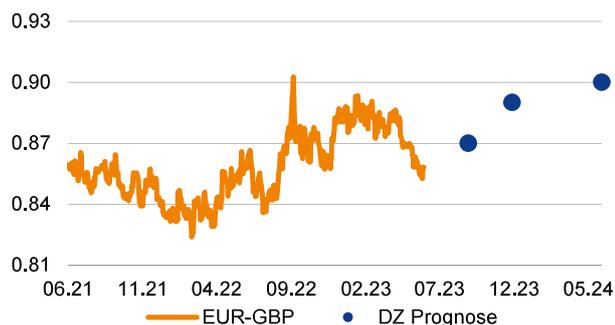
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



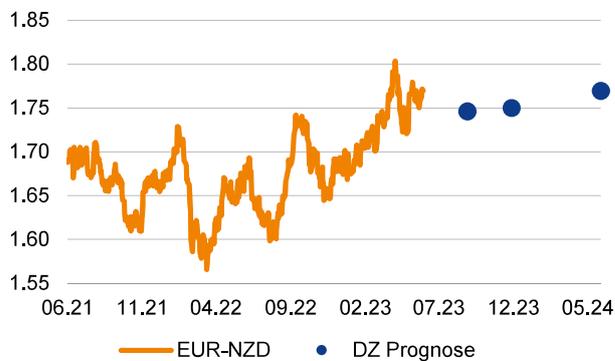
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



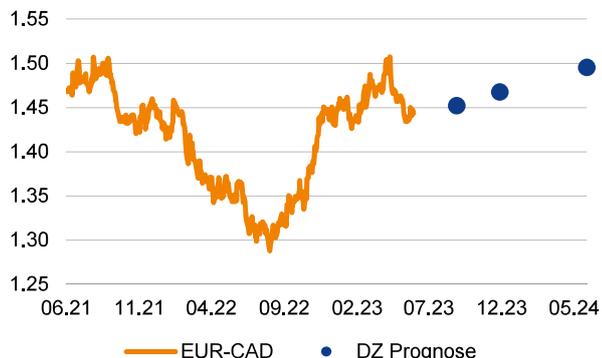
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



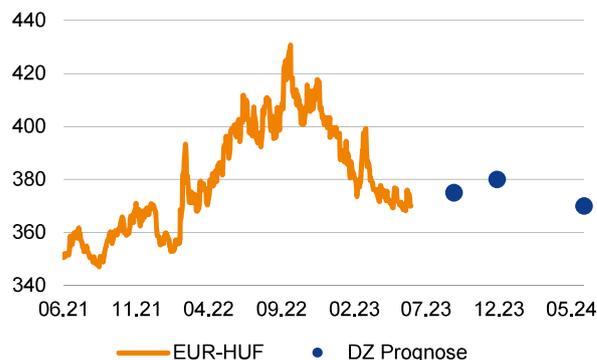
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



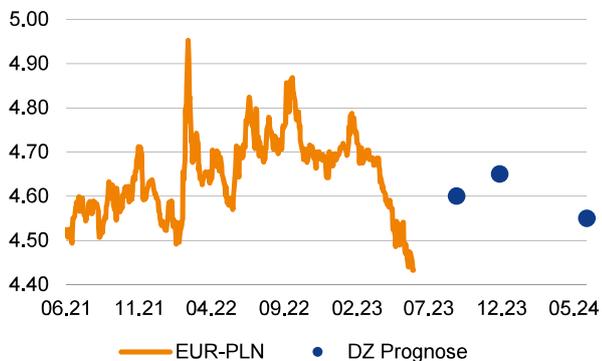
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



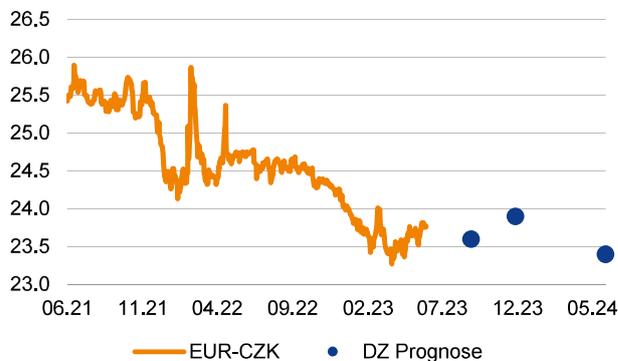
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



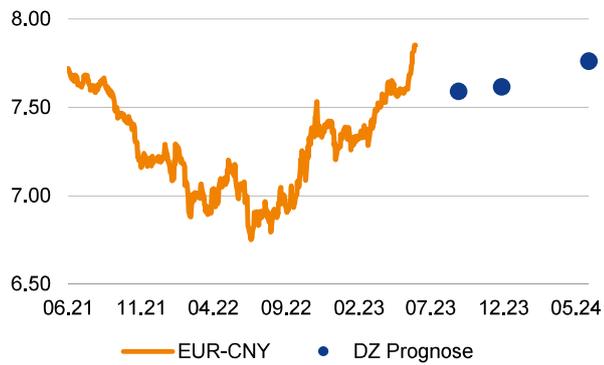
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



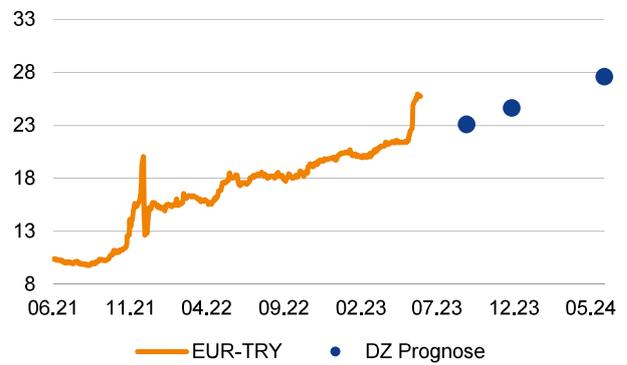
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



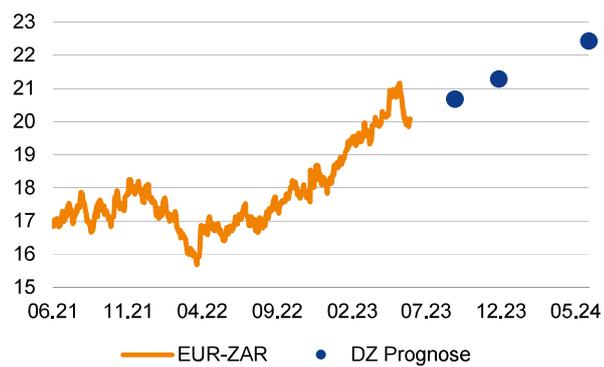
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



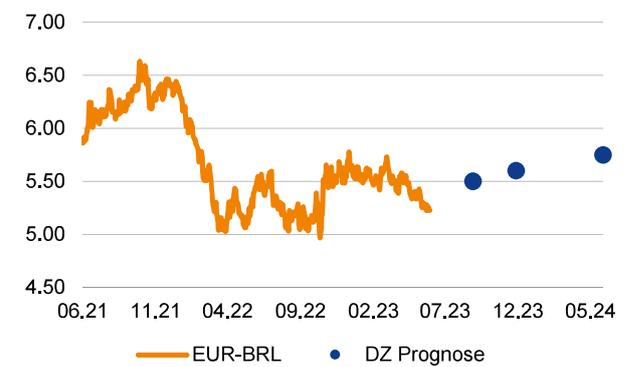
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



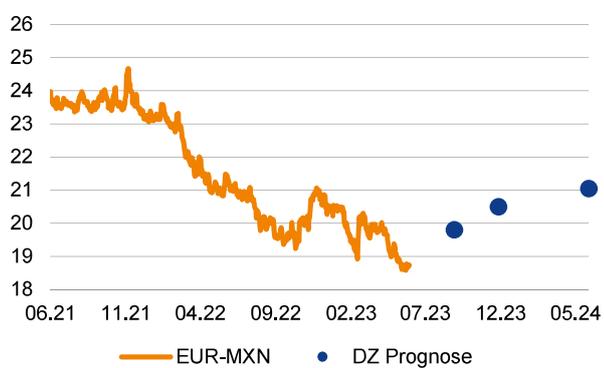
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

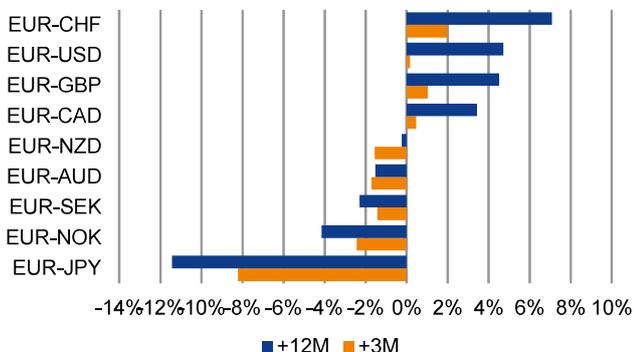
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

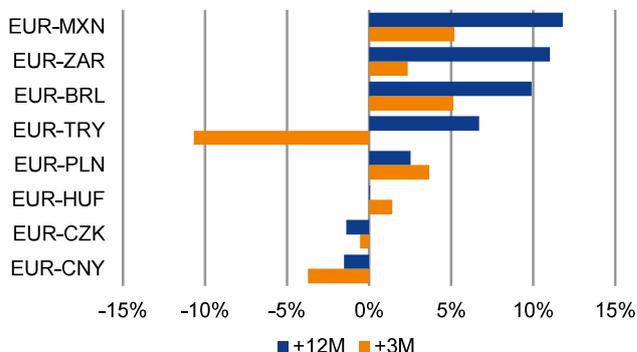
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0986	1.10	1.12	1.15
EUR/GBP	0.8604	0.87	0.89	0.90
EUR/JPY	155.88	149	146	144
EUR/CHF	0.9813	1.00	1.03	1.05
EUR/AUD	1.6165	1.59	1.58	1.60
EUR/NZD	1.7711	1.75	1.75	1.77
EUR/CAD	1.4463	1.45	1.47	1.50
EUR/NOK	11.70	11.40	11.30	11.20
EUR/SEK	11.71	11.6	11.5	11.5
EUR/PLN	4.4340	4.60	4.65	4.55
EUR/CZK	23.74	23.6	23.9	23.4
EUR/HUF	370.0	375	380	370
EUR/TRY	25.90	23.1	24.6	27.6
EUR/ZAR	20.12	20.7	21.3	22.4
EUR/CNY	7.8849	7.59	7.62	7.76
EUR/BRL	5.2335	5.50	5.60	5.75
EUR/MXN	18.80	19.8	20.5	21.0

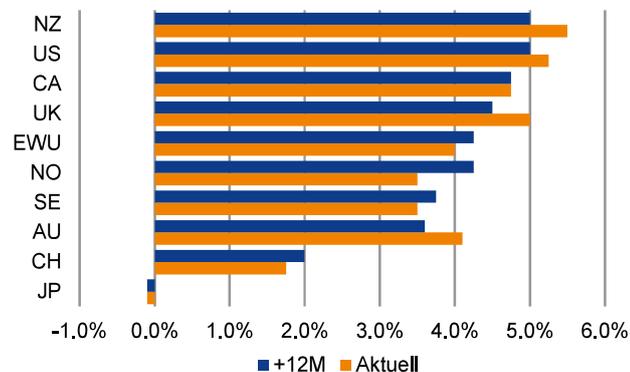
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0986	1.10	1.12	1.15
GBP/USD	1.2768	1.26	1.26	1.28
USD/JPY	141.89	135	130	125
USD/CHF	0.8932	0.91	0.92	0.91
AUD/USD	0.6796	0.69	0.71	0.72
NZD/USD	0.6203	0.63	0.64	0.65
USD/CAD	1.3164	1.32	1.31	1.30
USD/NOK	10.65	10.36	10.09	9.74
USD/SEK	10.66	10.5	10.3	10.0
USD/PLN	4.0360	4.18	4.15	3.96
USD/CZK	21.60	21.5	21.3	20.3
USD/HUF	336.8	341	339	322
USD/TRY	23.58	21.0	22.0	24.0
USD/ZAR	18.32	18.8	19.0	19.5
USD/CNY	7.1772	6.90	6.80	6.75
USD/BRL	4.7637	5.00	5.00	5.00
USD/MXN	17.12	18.0	18.3	18.3

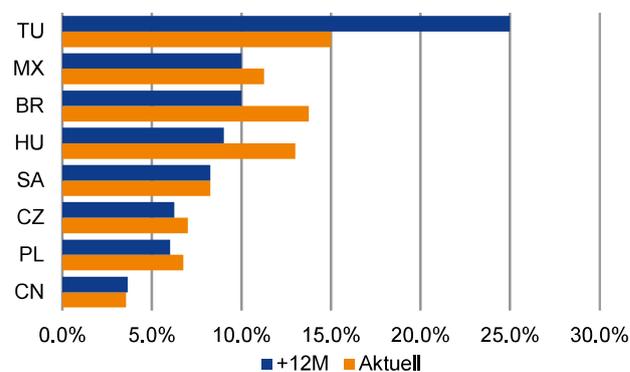
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.4	0.6	1.2	1.0	0.4	0.3	0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	8.4	5.8	3.1	8.0	6.2	5.0	4.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.6	-3.4	-2.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.6	2.1	2.4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.1	0.8	1.0	1.6	2.0	0.5	-0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	8.0	4.4	3.0	5.8	4.2	4.0	3.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.3	-5.8	-4.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.7	-3.0	-2.8				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.1	0.9	1.3	1.3	0.6	1.2	0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	2.5	2.8	1.4	3.7	3.4	2.4	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.7	-5.8	-3.7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2	2	2				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.1	0.2	1.1	0.2	-0.1	0.4	0.4
Inflation (in % gg. Vj.)	9.1	7.3	2.4	10.2	8.3	6.7	4.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.0	-5.2	-3.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.8	-3.4	-2.9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.1	0.4	1.3	0.7	0.3	0.2	0.5
Inflation (in % gg. Vj.)	2.8	2.5	1.4	3.2	2.2	2.0	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0.1	0.1	0.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6.2	6.4	6.3				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.7	1.8	2.0	2.4	1.8	1.6	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	6.6	6.0	3.6	77.1	6.5	5.7	4.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0.7	-0.5	-2.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.2	2.5	0.4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.3	0.0	2.7	1.8	-1.5	-1.5	1.1
Inflation (in % gg. Vj.)	7.2	5.2	1.7	6.7	6.3	4.5	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.3	-1.7	-1.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-8.6	-3.4	-2.6				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.4	0.5	1.3	2.2	0.9	-0.4	-0.5
Inflation (in % gg. Vj.)	6.8	3.8	3.0	5.1	3.5	3.3	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0.1	-2.8	-3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.4	-1.9	-2.1				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.7	-0.5	0.7	0.3	-0.5	-1.3	-0.7
Inflation (in % gg. Vj.)	8.4	7.6	1.9	11.4	8.9	6.3	3.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0.7	-1.5	-0.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4.3	3.6	3.8				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.2	1.7	0.9	2.4	2.0	1.1	1.3
Inflation (in % gg. Vj.)	5.8	5.1	2.4	6.6	6.3	4.2	3.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	27.3	13.3	7.2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	30.3	18.5	17.7				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.6	-0.4	2.7
Inflation (in % gg. Vj.)	14.6	18.1	7.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.2	-5.1	-4.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-8.1	-1.6	-2.5
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.4	-0.3	2.5
Inflation (in % gg. Vj.)	14.4	12.7	8.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.2	-4.8	-3.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.0	0.0	-1.8
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.5	-0.2	1.9
Inflation (in % gg. Vj.)	15.1	10.5	1.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.6	-4.8	-2.7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6.0	0.5	-0.4
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.6	2.1	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	72.3	46.5	42.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0.5	-4.9	-3.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5.7	-4.0	-2.0
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.0	0.6	1.1
Inflation (in % gg. Vj.)	6.9	5.8	4.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.9	-4.6	-5.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-3.0	-2.6
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.0	5.5	4.5
Inflation (in % gg. Vj.)	2.0	1.0	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.9	-9.4	-7.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.2	1.4	1.6
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.0	1.8	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	9.3	5.0	4.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.5	-8.0	-7.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.0	-1.6	-3.7
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.0	1.7	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	7.9	5.8	3.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.4	-3.5	-3.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.0	-0.4	-1.3

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2023
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und **ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

5.2 Eine **Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten freigegeben. Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden

Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem 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.

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

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