Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

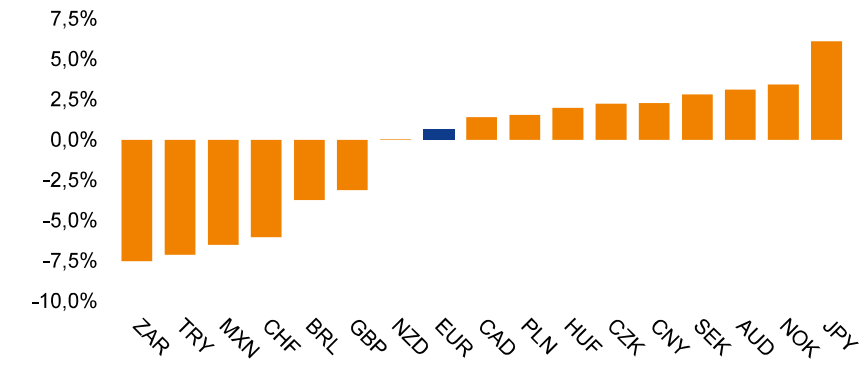
Ereignisreiches erstes Halbjahr – und das zweite wird nicht minder spannend

Eigentlich hätte die erste Jahreshälfte genügend Gesprächsstoff für das ganze Jahr geliefert. Doch es sieht nicht so aus, als ob uns 2023 in der zweiten Hälfte mehr Entspannung gönnen wird. Sowohl das geldpolitische als auch das konjunkturelle Pendel schwingen noch immer wild hin und her auf der Suche nach dem nächsten Gleichgewicht. Die Angst vor Energiemangellage, Bankenkrise und Inflationsspirale ist überwunden; jetzt geht es um Wachstumssorgen aufgrund (zu) aggressiv gegensteuernder Zentralbanken, das Tempo der Disinflation und das Ausloten des letzten Zinsschritts in diesem Zyklus, den nicht wenige der Notenbanken in unserer Coverage bereits vollzogen haben dürften (Kanada, Australien, Neuseeland, CE3). Erste Zinssenkungen stehen in Brasilien und China schon in Kürze vor der Tür, die osteuropäischen Länder sollten bis Jahresende folgen. In den G10-Ländern sehen wir dies dagegen erst ab Frühjahr 2024.

Die wichtigste Änderung in unserem Weltbild ist ein wohlwollenderer Blick auf US-Wirtschaft und US-Dollar. Die zuvor unterstellte Rezession scheint vermeidbar zu sein und ist der These einer konjunkturellen Abkühlung gewichen. Die vom Markt eingepreisten Zinssenkungen der Fed bereits Anfang 2024 halten wir für überzogen. Neu in der Prognose sehen wir stattdessen sogar einen zusätzlichen Fed-Schritt nach oben (!) im September. Dies mag nicht so recht zum Marktsentiment der letzten Tage passen; doch letztlich ist es unsere Aufgabe, über solche kurzzeitigen Stimmungsschwankungen hinwegzusehen und uns zu fragen, was davon in einigen Monaten noch übrig sein wird. Wir denken, dass die noch immer zu hohe Kernrate der US-Inflation und ein anhaltend robuster Arbeitsmarkt die Fed auch nach der Sitzung am 26. Juli alarmiert halten werden. Der US-Dollar wird sich dankbar zeigen, was sich auch in entsprechenden Revisionen unserer USD-Cross-Prognosen zeigt.

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

UNSER NEUES USD-BILD MISCHT DIE KARTEN IN UNSEREM FX-UNIVERSUM DURCH
ERWARTETE ENTWICKLUNG VS. USD IN %, PROGNOSE +12M



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
21.7.2023 10:13 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN **2**
EUR-USD Ralley: Zu viel, zu früh 2
Japan: BoJ im Auge des Orkans 4
Großbritannien: Risiken für die Glaubwürdigkeit der Bank of England 5
Schweiz: SNB gönnt dem Franken keine Entspannung 6
Australien & Neuseeland: Keine Impulse für AUD und NZD in Aussicht 7
Kanada: BoC Leitzinserhöhungszyklus wohl am Ende 9
Skandinavien: Weitere Leitzinsanhebungen voraus 10

SCHWELLENLÄNDER **13**
Osteuropa: Währungen starten zuversichtlich in das zweite Halbjahr 13
Türkei & Südafrika: Geldpolitische Saat & Ernte 14
China: Konjunkturelle Enttäuschung fordert staatliches Eingreifen 16
Brasilien & Mexiko: Zinssenkungen in Lateinamerika 17

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK **19**

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK **22**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN **23**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN **24**

I. IMPRESSUM **25**

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

DZ BANK
Die Initiativbank

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD Ralley: Zu viel, zu früh

USD wertet ab, fängt sich jedoch bereits wieder

Dem Euro ist es zuletzt gelungen, die Marke von 1,12 USD zu durchbrechen und dies sogar mit einer beeindruckenden Dynamik. Allerdings zeigt ein genauerer Blick auf die Datenlage, dass dies weniger einer positiven Euro-Entwicklung, sondern vor allem einem insgesamt schwächeren US-Dollar geschuldet war. Angestoßen wurde die Korrektur des Dollars von den letzten US-Arbeitsmarktdaten. Die Nonfarm Payrolls zeigten zwar ein weiterhin solides Plus von 209,000 Stellen auf, die Markterwartungen hatten sich jedoch aufgrund der extremen Outperformance des ADP-Berichts am Vortag in noch luftigere Höhen geschraubt. Die Fundamentaldaten aus den USA hatten bereits in den vergangenen Wochen und Monaten fast konstant positiv überrascht, was nicht nur zu einem Auspreisen der Rezessionssorgen, sondern hier und da sogar schon zu einem Einpreisen einer Art Goldilocks-Szenario geführt hatte. Die Reaktion auf den jüngsten Arbeitsmarktbericht war also ein klassischer Fall von „buy the rumour, sell the fact“.

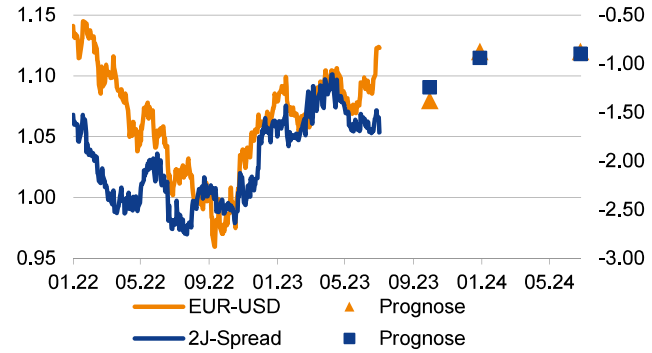
US-SURPRISE INDEX STEIGT – UND SCHÜHRT HOHE ERWARTUNGEN
US-SURPRISE INDEX (IN PUNKTEN)

Quelle: Bloomberg

Die Fed dürfe im September nochmals die Leitzinsen anheben - im Gegensatz zu den aktuellen Markterwartungen

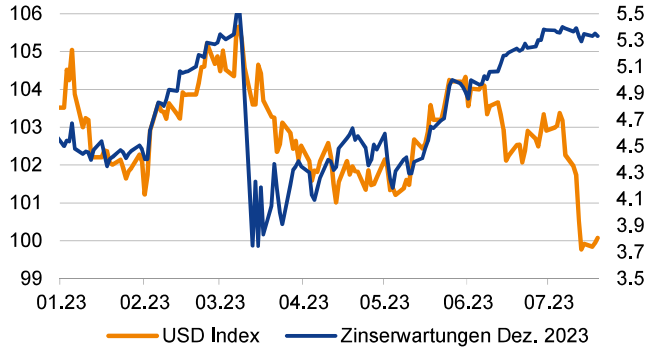
Unserem bisherigen Prognosebild kommt die jüngste USD-Abwertung zwar eigentlich entgegen, dennoch haben wir unsere EUR-USD-Prognose nach unten revidiert. Sorgen bereitet uns vor allem der kurze Horizont. Die viel antizipierte US-Rezession, die lange Zeit auch unser Prognosebild dominiert hat, ist einer deutlich milderen wirtschaftlichen Abkühlung gewichen. Zunächst jedoch bleibt die Wirtschaftsleistung der US solide und dies bedeutet, dass die Fed im September nochmals nachlegen muss. Bislang hatten wir (wie der Markt) die letzte Zinserhöhung im Juli erwartet, revidieren dies jedoch und nehmen den September hinzu. Dies ist in Einklang mit den weiterhin sehr hawkishen Tönen aus Washington, die der Markt bislang geflissentlich ignoriert. Die Erkenntnis, dass ein weiterer Zinsschritt notwendig sein wird, in Kombination mit weiterhin starkem Wachstum, sollte dem Dollar auf Sicht von drei Monaten erneuten Aufwind verschaffen.

EUR-USD FOLGT ZINSSPREAD
LS: EUR-USD; RS: 2J-SPREAD (IN PROZENTPUNKTEN)



Quelle: Bloomberg

JÜNGSTE DOLLAR-ABWERTUNG: ZU SCHNELL, ZU VIEL
LS: USD INDEX; RS: IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNG DEC 2023 (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

Im Gegensatz dazu sind wir mit Blick auf die Eurozone und die EZB, skeptischer. Die Wirtschaft wird weiterhin nur schwach wachsen und die parallel dazu nachlassenden Inflationsraten sollten es der EZB ermöglichen nach der Sommerpause eine erste, vorsichtige Entwarnung zu signalisieren. Hier erwarten wir also nach dem Juli-Schritt zunächst keine zusätzlichen Leitzinserhöhungen. Im Kontrast zu Fed, die u.E. noch etwas mehr liefern wird als der Markt derzeit einpreist, resultiert dies in einer neuen EUR-USD-Prognose von 1,08 USD auf Sicht von drei Monaten.

Mit Blick auf die EZB sind wir skeptischer und erwarten keine Zinserhöhung im Herbst

Im Herbst/Winter sollte sich das Blatt dann jedoch erneut wenden – die US-Wirtschaft wird sich spürbarer abkühlen, wenn die Auswirkungen der vollzogenen geldpolitischen Straffung endlich voll zum Tragen kommen. Unsere 6-Monatsprognose von 1,12 USD spiegelt dies wider. Hinzukommt, dass der Blick des Marktes sich zu diesem Zeitpunkt voll und ganz auf die zu erwartenden Zinssenkungen der Fed richten wird. Zwar sind diese Zinssenkungen bereits heute vom Markt antizipiert. Jedoch würden wir argumentieren, dass der Hauptfokus derzeit noch auf den kommenden Zinserhöhungen liegt. Rücken die ersten Zinssenkungen der Fed in Sichtweite, dürfte dies den Dollar zumindest moderat belasten.

Während wir auf Sicht von 3M eine Rückkehr unter die 1,10 USD erwarten, sollte sich der Euro danach wieder erholen können

Im 6-12 Monatshorizont wird es dann allerdings deutlich schwieriger eine klare (neue) Richtung für EUR-USD auszumachen. Die Wirtschaftsräume USA und Eurozone werden sich unseren Prognosen zufolge in diesem Zeitraum mehr oder weniger parallel entwickeln. Geldpolitisch wird die Fed fraglos zuerst reagieren, doch auch die EZB sollte im kommenden Jahr (wenngleich etwas später) die Zinszügel lockern. Echte Fantasie für eine dynamische Trendentwicklung in EUR-USD kommt angesichts dieser Vorgaben kaum auf. Wir haben uns daher entschieden, dass Währungsprofil auf 6-12 Monate flach bei 1,12 USD zu belassen.

Im 6-12M-Horizont gibt der von uns unterstellte parallele Verlauf des BIP-Wachstums in den USA und der Eurozone kaum eine neue Richtung für EUR-USD vor

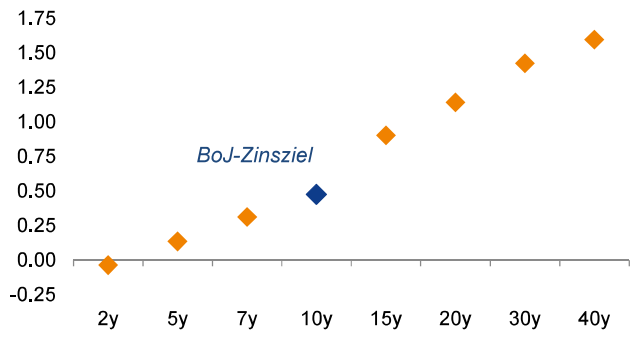
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

Japan: BoJ im Auge des Orkans

BoJ muss bei Normalisierung ihrer Politik auf Überraschungsmoment zählen

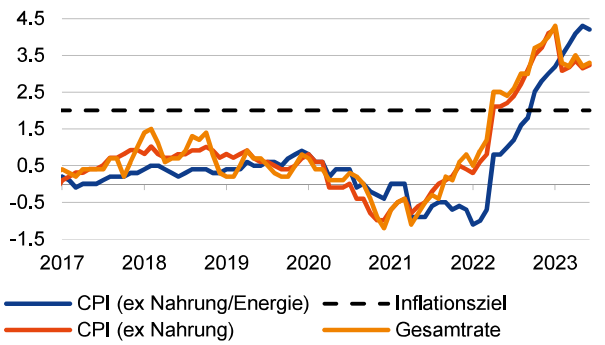
Die Bank von Japan tagt am nächsten Freitag, versteckt im Schatten der großen Sitzungen von EZB und Fed. Gibt es Leitzinserhöhungsspekulationen des Marktes? Nein. Gibt es verbale Signale der Notenbankmitglieder? Ebenfalls nein. Auf den ersten Blick sieht es also nach einem unaufgeregten Non-Event aus. Doch diese Ruhe könnte sich als trügerisch erweisen, so wie es auch mitten im Auge des Orkans windstill, aber alles andere als ungefährlich ist. Mit jeder BoJ-Sitzung steigt unseres Erachtens das Risiko (oder die Chance aus Sicht des Yen), dass die Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet wird. Wie bereits mehrfach an dieser Stelle thematisiert, favorisieren wir eine Anpassung des Zinsziels als Einstieg in den graduellen Ausstieg. Dies könnten der Wechsel von zehn- zu fünfjährigen JGBs sein oder die Rückkehr von der Zinskurvenkontrolle zu einem Mengenziel für Anleihekäufe.

MARKT SPEKULIERT IN LÄNGEREN LAUFZEITEN ÜBER BOJ-WENDE
JGB-RENDITE, IN %



Quelle: Refinitiv

ES WIRD ZEIT, DASS DIE BOJ DIE ZWEITRUNDENFFEKTE AKZEPTIERT
KONSUMENTENPREISE, VERÄND. IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

Spekulationen entladen sich in JGB-Laufzeiten jenseits von zehn Jahren

Die besondere Herausforderung der Bank von Japan ist, ihren Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik so zu gestalten, dass der Markt nicht damit rechnet. Nicht, dass das richtige Timing bei den Amtskollegen im Rest der Welt im letzten Jahr simpel gewesen wäre, doch sie haben ihren Prozess der Meinungsbildung zumindest mit der Öffentlichkeit teilen können. Würden die BoJ-Vertreter entsprechende Transparenz walten lassen, würde ihnen ihr YCC-Zinsziel um die Ohren fliegen, noch bevor sie es offiziell für beendet erklärt haben. Typischerweise steigen die Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt im Vorgriff auf eine erwartete monetäre Straffung. Die Natur der japanischen YCC-Politik verhindert eben diesen Anstieg bei den von der BoJ kontrollierten Laufzeiten bis zehn Jahre. Stattdessen konzentrieren sich die Spekulationen auf die längeren Fristigkeiten. Insbesondere bei den 30J-JGBs läuft der Ausverkauf bereits auf Hochtouren; ein Renditeanstieg allein im Juli um 25 Basispunkte ist für japanische Maßstäbe ein gigantischer Sprung. Dieses Spannungsfeld macht jede der kommenden BoJ-Sitzungen zu einer „heißen“ Sitzung, bei der man auf alles vorbereitet sein muss, obwohl doch eigentlich niemand offiziell etwas erwartet. Für den Yen wäre jegliche Anpassung des BoJ-Kurses eine willkommene Einladung zu Kursgewinnen. Dabei muss es gar nicht um eine echte Straffung gehen, Signale für einen Sinneswandel beim Inflationsbild würden genügen. Der ungebremste Anstieg der Kerninflation würde zweifelsohne Anlass genug bieten, die BoJ-Projektionen nächste Woche anzupassen.

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

Großbritannien: Risiken für die Glaubwürdigkeit der Bank of England

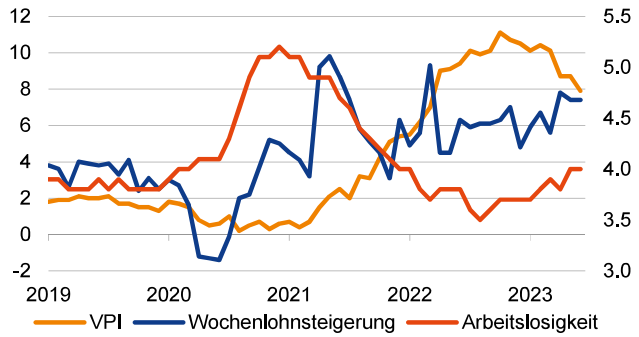
Konjunktur lahmt weiterhin, Inflationsraten sind viel zu hoch

Die Konjunktur lahmt weiterhin; im ersten Quartal belief sich das Wachstum lediglich auf 0,2% (J/J) und den monatlichen BIP-Daten für Mai zufolge wurde im Vergleich zum Februar überhaupt kein Wachstum erzielt. Die Aussichten sind also trübe. Gleichzeitig stellt sich die Inflation als größeres Problem heraus als bisher erwartet. Mit 7,9% (J/J) war die Gesamtinflationsrate im Juni gegenüber Mai fast ein Prozentpunkt gesunken; die Kernrate ist von dem zuvor erreichten Rekordhöchststand von 7,1% auf nun 6,9% (jeweils J/J) leicht gefallen, ist aber immer noch deutlich höher als im Januar (5,8% J/J). Damit erweist sich die Inflation als sehr hartnäckig.

Zinsanhebung um 50 Bp im Juni angesichts hoher und hartnäckiger Inflation; voraussichtlich weitere 50 Bp innerhalb von drei Monaten

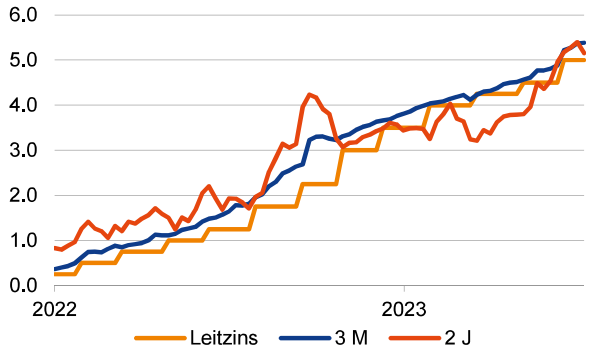
Für die Bank of England (BoE) ist die Inflationsrate ein ernstzunehmendes Problem: Sie ist nicht nur viel zu hoch, sondern geht auch nur langsam zurück. Letzteres ist unter anderem auf Besonderheiten bei der Festlegung der Energiepreise zurückzuführen. Für die Kernrate ist dies allerdings nicht von Bedeutung. Bei seiner Juni-Sitzung hob der Geldpolitische Ausschuss (MPC) den Leitzins um 50 Bp auf 5% an und deutete an, dass eher mit weiteren Zinsschritten als mit unveränderten Zinsen zu rechnen sei. Wir gehen mittlerweile von einer Erhöhung der Bank Rate auf 5,5% innerhalb der nächsten drei Monate aus; die BoE dürfte die Konjunktur dämpfen wollen, um die Inflation mittelfristig wieder auf 2% (J/J) zurückzuschleusen.

HARTNÄCKIGE INFLATION, RELATIV RASCHER LOHNANSTIEG UND NIEDRIGE ARBEITSLOSIGKEIT
VPI UND DURCHSCHNITTSVERDIENST IN % (J/J), ARBEITSLOSENQUOTE IN %, R.S.



Quelle: ONS, Bloomberg

KRÄFTIGER ANSTIEG DER KURZFRISTZINSEN IN DEN VERGANGENEN 18 MONATEN AUF EIN NIVEAU, DAS ZULETZT VOR DER GLOBALEN FINANZKRISE IM JAHR 2008 VERZEICHNET WURDE
IN %



Quelle: Bank of England, Bloomberg

Leichte Abschwächung am Arbeitsmarkt, Lohn-Preis-Spirale jedoch weiterhin ein Risiko

Im Kontext des Inflationsproblems gibt auch das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale für die BoE weiterhin Anlass zur Sorge. Die jüngsten Arbeitsmarktdaten deuten darauf hin, dass der Aufwärtsdruck auf die Löhne leicht nachlässt und die Arbeitslosenzahlen geringfügig ansteigen könnten. Aber solange sich diese Entwicklung nicht verfestigt, dürfte das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale fortbestehen. Die Regierung hat angekündigt, sie werde die Empfehlungen der verschiedenen Tarifgremien für Beschäftigte im öffentlichen Dienst akzeptieren und Lohnerhöhungen um rund 6% anbieten. Das könnte ausreichen, um die jüngste Streikwelle einiger Gewerkschaften (z. B. Lehrer) zu brechen. Andere Gewerkschaften könnten weiter streiken; zweistellige Lohnforderungen, wie z. B. von der Ärztegewerkschaft, sind jedoch unrealistisch.

Die Geldpolitik wird in den kommenden Monaten wohl weiter gestrafft, aber ein Niveau der Bank Rate von 5.80% zu Weihnachten, wie es an den Geldmärkten eingepreist ist, erscheint weiterhin unrealistisch. Da geldpolitische Maßnahmen erst mit einer gewissen Verzögerung wirken, wäre der Bremseffekt eines Zinssatzes von grob 6% erst Mitte 2024 zu spüren – also dann, wenn die Inflation bereits wieder unter 3% liegen sollte (DZ BANK-Prognose für das zweite bzw. dritte Quartal 2024: 2,6%). Das Pfund Sterling profitiert allerdings davon, dass Zinsanhebungen am Geldmarkt erwartet werden und hat sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar aufgewertet. Mit etwa 4.90% liegen die zweijährigen Gilt-Renditen um rund 20 Bp über denjenigen von zweijährigen USTs bzw. um 190 Bp über denjenigen von Bunds. Dennoch fällt es schwer, Unterstützungsfaktoren für das Pfund zu erkennen, die weitere Wechselkursgewinne begründen könnten. Eine Korrektur ist überfällig.

Geldmarktprognose einer Bank Rate von 5.80% zu Weihnachten erscheint nach wie vor übertrieben; Abwertungsrisiko für das Pfund Sterling

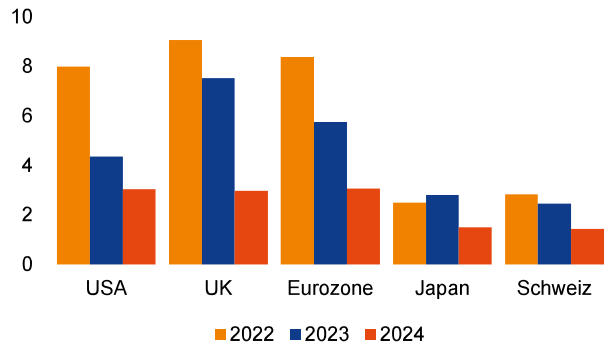
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: SNB gönnt dem Franken keine Entspannung

Dass eine Notenbank ihren anhaltenden Zinserhöhungsbedarf betont, klingt im globalen Inflationsumfeld zunächst kaum verwunderlich. Dass dies eine Notenbank tut, der es mit ihrer restriktiven Politik längst gelungen ist, die Teuerungsrate wieder zurück in den Bereich der Preisstabilität zu bringen, ist durchaus bemerkenswert. Die Schweizer Konsumentenpreise sind im Juni nur noch um 1,7% (J/J) gestiegen, im Mai waren es 2,2% (J/J). Nur ein Teil der Disinflation ist auf den berüchtigten Basiseffekt (hoher Vorjahreswert durch den Energiepreisschock) zurückzuführen. Sogar die Kernrate (ohne volatile Nahrungsmittel und Energie) befindet sich klar auf dem Rückzug und liegt nur noch bei 1,8% (J/J). Paradiesische Zustände für die Geldpolitik, könnte man meinen. Doch statt sich auf ihrem Erfolg auszuruhen, betont die SNB weiterhin die Notwendigkeit einer restriktiven Geld- und Währungspolitik, die die zentrale Säule der gegenwärtigen Franken-Stärke sind.

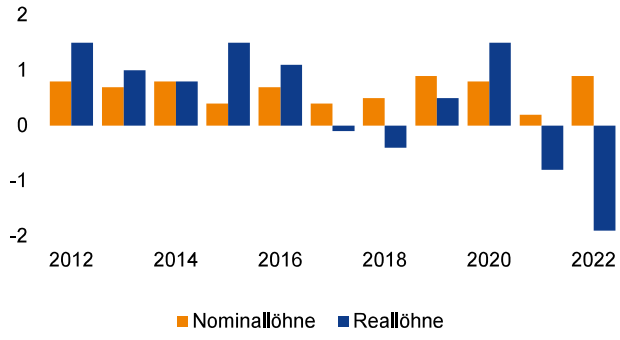
SNB ruht sich nicht auf ihrem Erfolg bei Inflationsbekämpfung aus

SNB KRIEGT DIE INFLATION AM BESTEN IN DEN GRIFF
INFLATION (CPI, J/J): HISTORIE UND PROGNOSE



Quelle: DZ BANK Research

SCHRUMPFENDE REALLÖHNE ALARMIEREN GEWERKSCHAFTEN
LOHNENTWICKLUNG, IN % (J/J)



Quelle: Statista

Dabei verschiebt sich der SNB-Fokus offenbar von den aktuellen Inflationszahlen hin zu strukturellen, langfristigen Preisrisiken. Beispiele hierfür sind demografischer Wandel und altersbedingt schrumpfende Arbeitsbevölkerung, die, so die Sorge der SNB, zu einem tendenziell höheren Lohndruck führen könnten. Für den kurzfristigen Leitzinsausblick mag dies irrelevant klingen. Dass die SNB diese These immer

Restriktive Geld- und FX-Politik als zentrale Säule für aktuelle CHF-Stärke

wieder aufbringt, ist aber auch ein Fingerzeig, dass sie für einen längeren Zeitraum mit anhaltend hohen Zinsen rechnet – im Umfeld sich überschlagender US-Zinssenkungsspekulationen ein wichtiger Trumpf für den Schweizer Franken.

SNB mit wachem Blick auf die Lohnverhandlungen

Die Lohnentwicklung könnte schon in wenigen Monaten zum heißen Eisen für die SNB werden. Der Schweizer Gewerkschaftsbund hat in der gerade startenden Lohnrunde für 2024 Lohnerhöhungen um 5% gefordert; die Kaufkraft (gemessen am Reallohnniveau) sei auf das Niveau von 2015 gefallen. Begleitet wurde dies von einem ungewohnt lauten Tonfall, sogar von „Kampfmaßnahmen" ist die Rede. Die SNB wird die Verhandlungen aufgrund der Implikationen für die Inflation genau beobachten, und solange sie die Gefahr nicht gebannt sieht, wird sie ihre geldpolitische Drohkulisse aufrecht halten. Für den Schweizer Franken bedeutet dies doppelte Unterstützung: durch die Aussicht auf eine weitere Zinserhöhung im September und die aktive Währungspolitik der SNB, sprich Interventionen zur CHF-Stärkung. Das frische EUR-CHF-Verlaufstief bei knapp über 0,96 CHF dürfte noch nicht das letzte gewesen sein, bevor sich die SNB wieder entspannter gibt und damit Luft aus dem Franken lässt. EUR-Notierungen oberhalb der Parität werden wir kaum vor dem Jahreswechsel wieder zu Gesicht bekommen.

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

Australien & Neuseeland: Keine Impulse für AUD und NZD in Aussicht

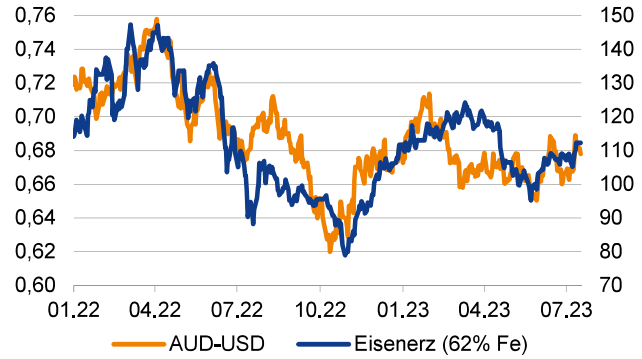
Im Gegensatz zu anderen G10-Peers kaum Kursgewinne des AUD gegenüber dem USD im letzten Monat

Während Euro, Yen oder vor allem der Franken gegenüber dem US-Dollar in den letzten vier Wochen Kursgewinne von teilweise über 4% verzeichnen konnten, sah das Bild beim australischen Dollar ganz anders aus: Angefangen mit den RBA-Minutes der Juni-Sitzung, bei denen bereits über eine Zinspause diskutiert wurde, über die Mai-Inflationszahlen, die einen deutlichen und stärker als vom Markt erwarteten Rückgang von 6,8% auf mittlerweile 5,6% (jeweils J/J) aufzeigten. Und schließlich die jüngste Sitzung der RBA Anfang Juli, bei der die australischen Währungshüter das Cash Rate Target unberührt bei 4,10% ließen. AUD-USD notierte im Tief sogar unterhalb der Marke von 0,65 USD, konnte aber in der letzten Woche ebenfalls von der allgemeinen USD-Schwäche aufgrund der deutlich rückläufigen US-Inflationsrate profitieren. Doch wo geht die Reise für den „Aussie" in nächster Zeit hin?

Ausweitendes Zinsdifferential und schwache Konjunkturdaten aus China dürften AUD belasten

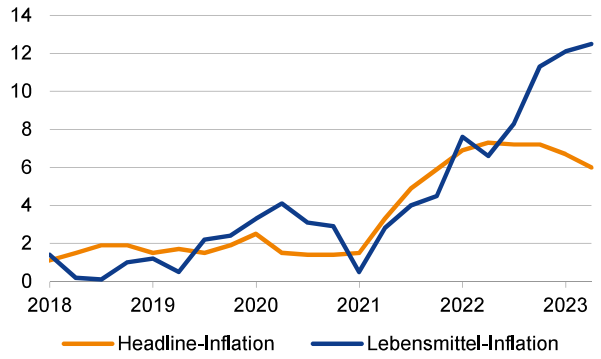
Angesichts unserer Einschätzung, dass die Reserve Bank of Australia (RBA) ihre geldpolitischen Zügel im Gegensatz zu Fed und EZB nicht weiter straffen sollte, dürfte der australische Dollar im Hinblick auf das sich dadurch ausweitende Zinsdifferential zwischen Fed Funds Rate bzw. EZB-Leitzins und RBA Cash Rate auf kurze Sicht unter Abgabedruck geraten. Zudem belastet den „Aussie" das an Schwung verlorene und mittlerweile enttäuschende Wirtschaftswachstum Chinas, wodurch der Rohstoffpreisindex der RBA, der seit April 2022 mehr oder weniger rückläufig ist, auch in naher Zukunft laut RBA weiter gen Süden tendieren dürfte. Ein Anstieg des Rohstoffpreisindex der RBA, welcher die für Australien wichtigsten Rohstoffexporte gewichtet abbildet, korreliert üblicherweise mit einer Aufwertung des australischen Dollars.

AU: DER „AUSSIE“ IST DEUTLICH POSITIV KORRELIERT MIT DER ENTWICKLUNG DES EISENERZPREISES
LS: USD JE AUD; RS: EIZENERZPREIS IN USD



Quelle: Bloomberg

NZ: DIE LEBENSMITTEL-INFLATION IST NACH WIE VOR NICHT RÜCKLÄUFIG
JEWEILS IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg

Neue RBA-Chefin mit hawkisherem Inflationsmandat?

Daneben verkündete Australiens Finanzminister vor wenigen Tagen, dass die bisherige Nummer zwei der RBA, Michele Bullock, ab September neue Zentralbankchefin wird und damit den in letzter Zeit massiv in die Kritik geratenen Philip Lowe ablöst. Aufgrund vergangener Redebeiträge wird sie zwar von Marktteilnehmern als ein Stück weit dovisher als ihr Vorgänger eingeschätzt. Allerdings muss die designierte Notenbankchefin neben der zentralen Aufgabe der Inflationsbekämpfung auch eine von der Regierung geforderte Umstrukturierung der RBA (*„An RBA fit for the future“*) durchführen. Vor allem eine etwas striktere und dadurch hawkishere Auslegung des Inflationsmandats, bei dem man fortan die Mitte des Inflationszielbandes von 2-3% explizit anvisieren wolle, könnte die dovishere Grundhaltung von Bullock kompensieren. Bleibt abzuwarten, wie penibel sie die Forderungen letztendlich durchsetzt und ob dies zu signifikanten (oder doch eher verhaltenen) Reaktionen bei den impliziten Leitzinserwartungen führt.

Länger anhaltende Rezession dürfte Belastung für den „Kiwi“ darstellen

In Neuseeland hielt die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) bei ihrer Juli-Sitzung tatsächlich die Füße still und erhöhte nicht weiter ihren Leitzins, der sich mit 5,50% bereits auf einem sehr restriktiven Niveau befindet. Und spätestens die jüngsten Inflationszahlen für Q2, die das dritte Quartal in Folge die Projektionen der RBNZ unterschritten haben, dürften wohl die letzten Zweifel ausgeräumt haben, dass die neuseeländischen Währungshüter ihren Leitzinserhöhungszyklus beendet haben. Während die Headline-Inflationsrate von 6,7% auf 6% (jeweils J/J) deutlich sank, war der Rückgang der Teuerungsrate für Dienstleistungen bzw. für nicht-handelbare Komponenten von 6,8% auf 6,6% (jeweils J/J) nicht ganz so deutlich – und auch nicht so stark, wie von der RBNZ projiziert (6,3% J/J). Größter Inflationstreiber sind die nach wie vor deutlich steigenden Lebensmittelpreise, die im Juni mit 12,5% (J/J) nochmals stärker als zuvor anstiegen und die neuseeländischen Haushalte zunehmend belasten werden. Denn Neuseeland befindet sich seit Anfang des Jahres in einer Rezession und daran dürfte sich auch im laufenden Jahr kaum was ändern – die Zinskurve gemessen am Spread zwischen der Rendite zwei- und zehnjähriger neuseeländischer Staatsanleihen war im Juli nochmals inverser geworden und deutet auf ein noch trüberes Konjunkturbild hin. Wir gehen davon aus, dass die neuseeländische Notenbank erste Zinssenkungen bereits im ersten Halbjahr 2024 unternimmt. Dem Kiwi-Dollar stehen somit insgesamt keine rosigen Zeiten bevor: auf kurze Sicht dürfte er aufgrund erneuter Zinsschritte von Fed und EZB gegenüber Dollar und Euro jeweils abwerten; hinzukommt, dass wir davon

ausgehen, dass die RBNZ die Zinsen früher als vom Markt erwartet senken sollte, was den „Kiwi“ ebenfalls belasten dürfte.

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

Kanada: BoC Leitzinserhöhungszyklus wohl am Ende

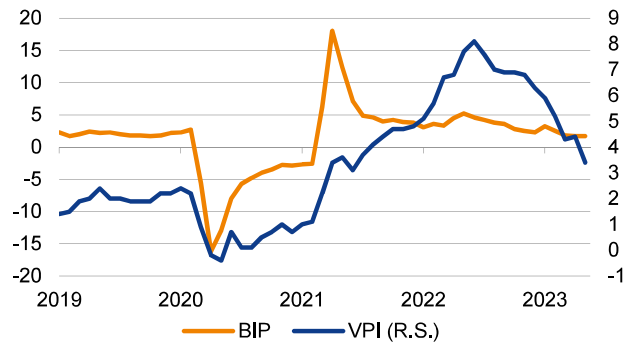
Bei ihrer Juli-Sitzung hob die Bank of Canada ihren Leitzins erneut um 25 Bp auf 5% an, den höchsten Stand seit 2001. Außerdem äußerte die Notenbank, sie versuche, die goldene Mitte zwischen zu wenig und zu viel geldpolitischer Straffung zu finden. Die Inflation erweise sich jedoch als hartnäckig und werde wohl erst Mitte 2025 zum Zielwert von 2% zurückkehren, also etwa sechs Monate später als zuvor erwartet. Dies sei darauf zurückzuführen, dass sich die Konjunktur trotz der merklichen Straffung der Geldpolitik robuster als erwartet zeige. Vor dem Hintergrund der lebhaften Konjunktur hat die BoC die Märkte auf eventuelle, weitere Straffungsmaßnahmen vorbereitet.

Nach geldpolitischen Straffungsmaßnahmen der BoC liegt der Leitzins mit 5% auf dem höchsten Stand seit 2001

Trotz der „hakwishen“ Äußerungen der BoC spricht jedoch einiges für die Annahme, dass der geldpolitische Straffungszyklus bald vorüber sein wird. Die Wachstumsaussichten für 2024 sind weniger rosig und die Inflation verlangsamt sich. Ein Blick auf die Frühindikatoren zeigt, dass der Umfrageindex der Bank of Canada zu den Geschäftserwartungen in den vergangenen fünf Quartalen deutlich zurückgegangen ist, nämlich von einem Höchststand von 6 Punkten im vierten Quartal 2021 auf -2,2 im zweiten Quartal 2023. Auch die Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine Konjunkturabschwächung in den kommenden Monaten hin. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe ist in den vergangenen Monaten unter die Expansionsschwelle von 50 gesunken und sein robusteres Pendant für den Dienstleistungssektor ging von 60,1 im Januar auf 50,2 im Juni zurück. Die DZ BANK hat ihre BIP-Prognose für 2024 von 1,3% auf 0,9% (jeweils J/J) nach unten korrigiert.

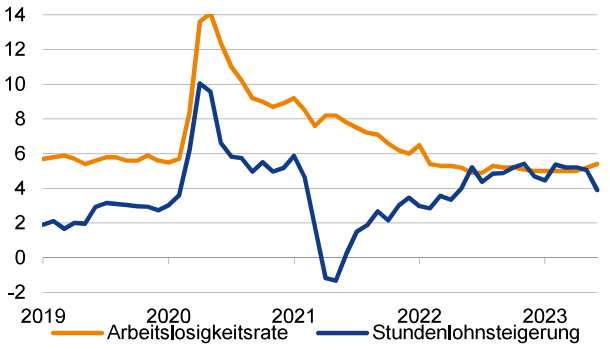
Zu erwartende Wachstumsverlangsamung spricht jedoch für baldiges Ende des Straffungszyklus

DIE WIRTSCHAFT WÄCHST ZWAR NOCH, VERLIERT ABER AN DYNAMIK; DIE INFLATION NÄHERT SICH ALLMÄHLICH DEM ZIELWERT VON 2% AN
JEWEILS IN % J/J



Quelle: Statistics Canada, Bloomberg

ENTSPANNUNG AM ARBEITSMARKT, LEICHT STEIGENDE ARBEITSLOSENZAHLEN UND LANGSAMERES LOHNWACHSTUM
ARBEITSLOSENQUOTE IN %, ANSTIEG DER STUNDENLÖHNE IN % J/J



Quelle: Bank of Canada, Bloomberg

Die Gesamtinflationsrate bewegt sich seit zwölf Monaten abwärts und lag im Mai noch bei 3,4% (J/J). Die Kernrate, die als hartnäckiger gilt und der BoC daher mehr Anlass zur Sorge bereitet, ist 2023 ebenfalls stetig zurückgegangen, wenn auch lediglich von 6,5% auf 5,2% (die Gesamtrate ist im selben Zeitraum um 2,5 Prozentpunkte gesunken). Anlass zum Optimismus in Bezug auf die Inflation gibt außerdem, dass die Inflationserwartungen im bisherigen Jahresverlauf 2023 um rund 1%-Punkt auf nahe 5% gesunken sind und dass der Hauspreisindex inzwischen einen leichten Rückgang der Immobilienpreise ausweist; im Juni 2022 stiegen sie noch um 7,9% (J/J) an. Selbst am Arbeitsmarkt, wo Risiken für eine Lohn-Preis-Spirale gesehen wurden, sind Anzeichen für eine Entspannung zu erkennen. Die Arbeitslosenquote ist seit April von 5% auf 5,4% angestiegen und das Wachstum der Stundenlöhne hat sich von über 5% in den vergangenen vier Monaten auf 3,9% im Juni verlangsamt.

Inflation beginnt ebenfalls auf höhere Zinsen zu reagieren

Leichte Entspannung am Arbeitsmarkt

Angesichts der Aussichten für die Konjunktur, der Tatsache, dass sich die Inflation in die richtige Richtung bewegt, und der Abkühlung am Arbeitsmarkt ist es möglich, dass der Bank of Canada eine weiche Landung gelingt und keine weiteren Straffungen der Geldpolitik erforderlich sind. Dies dürfte das Aufwärtspotenzial des kanadischen Dollar in den kommenden Monaten sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro begrenzen.

BoC könnte eine sanfte Landung schaffen; Aufwärtspotenzial für den CAD ist dennoch begrenzt

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

Skandinavien: Weitere Leitzinsanhebungen voraus

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. Die kurzfristigen Aussichten für Schwedens Wirtschaft sind aufgrund der hohen Inflation und steigender Zinsen düster. Der Dreimonats-Interbankenzins (STIBOR) ist in den zurückliegenden eineinhalb Jahren um rund 390 Basispunkte angestiegen.

Konjunkturdelle im zweiten und dritten Quartal

Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex (CPI mit festem Zinssatz) ist im Juni auf 6,4% im Jahresvergleich gesunken. Die Inflation befindet sich zwar in einem Abwärtstrend, der Preisauftrieb bleibt aber weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Im weiteren Jahresverlauf sollte sich die Teuerung weiter 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 Juni auf 3,75% angehoben. Zudem wurde beschlossen das Tempo der Verkäufe von Staatsanleihen von 3,5 auf 5 Mrd. SEK pro Monat zu erhöhen. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 375 Basispunkte im Jahr 2022 und 2023 dürfte die Riksbank eine weitere Anhebung im September auf einen Leitzins von 4,0% vornehmen und danach eine Pause einlegen. Diese Erwartung spiegeln auch die Geldterminmärkte wider, die nur noch zur Notenbanksitzung im September eine erneute Anhebung auf 4,0% einpreisen.

Inflation sinkt zwar, ist aber immer noch viel zu hoch

Abbau des Staatsanleihen-Portfolios wird beschleunigt

Riksbank dürfte den Leitzins noch um weitere 25 Basispunkte anheben

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 mittel-

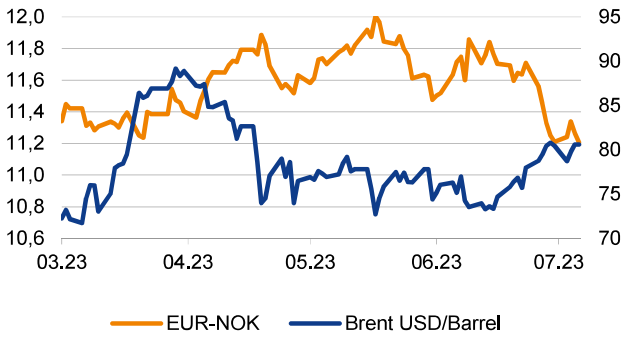
Krone auf Zwölfmonatssicht bei der Marke von 11,30 SEK erwartet

fristig wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 9,3% (J/J) im kommenden Jahr auf 1,9% (J/J) abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,30 SEK.

SCHWEDEN: 10J-RENDITESPREAD ZUR EUROZONE NAHE NULL
IN BASISPUNKTEN

Quelle: Refinitiv

NORWEGEN: DIE KRONE – EIN SPIEGELBILD DES ROHÖLPREISES
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 abnehmende Konjunktursorgen gestützt. Die Brent-Notierungen zogen seit Ende Juni um rund 10% an. Generell weist die norwegische Krone – und dies gilt auch für Schwedens Währung – historisch betrachtet oft eine starke Korrelation mit der Entwicklung der globalen Wirtschaft auf. Da sich deren Perspektive durch eine möglicherweise stärkere Konjunktur in China (Chinas Regierung hat jüngst angekündigt durch eine Reihe von Maßnahmen das Wirtschaftswachstum anzukurbeln) und den USA (die nach neusten Einschätzungen wohl nicht in eine Rezession rutschen werden) nunmehr etwas aufgehellt hat, führte dies zu einem zusätzlichen Rückenwind für die Krone. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich gegenüber dem Vorjahr zwar deutlich abschwächen aber mit 1,3% (J/J) stärker ausfallen als im Euroraum, der wohl nur knapp an einem Abschwung vorbeischrammen dürfte. Die Renditeaufschläge der mittleren und längeren Laufzeiten gegenüber dem Euroraum haben sich seit April auf 127 bis 134 Basispunkte ausgeweitet. Damit sollten norwegische Zinsprodukte an Attraktivität gewinnen.

Rohölpreisanstiege und Spreadausweitungen stützen die Krone

Auch vor dem Hintergrund eines leergefegten Arbeitsmarktes, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,7%, bleibt Norwegens Inflation mit 6,4% im Jahresvergleich nahe an ihren Rekordhochs. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Juni auf 7,0% im Jahresvergleich gestiegen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ bleibt damit vorerst 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.

Arbeitsmarkt leergefegt

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

Von den künftigen Spreadverläufen, bei denen wir von einer weiteren 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

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

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 10,95 NOK aus.

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

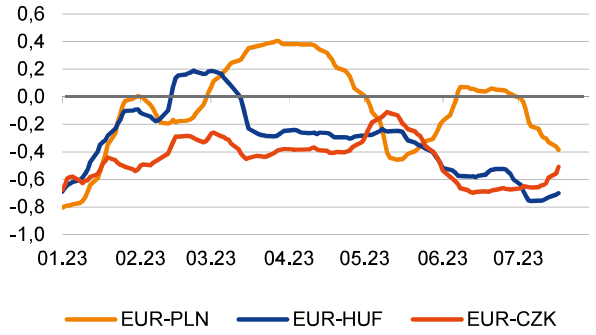
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Währungen starten zuversichtlich in das zweite Halbjahr

Die CE3-Währungen zeigen sich gegenüber dem Euro weiterhin in recht robuster Verfassung. Rückenwind erfahren Zloty und Co. im aktuellen Umfeld von dem vergleichsweise freundlichen Sentiment gegenüber Schwellenländerwährungen, welches wiederum von einem global merklich geschwächten US-Dollar profitiert. Angesichts der engen wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen der CE3-Staaten mit der E(W)U profitieren die osteuropäischen Währungen in diesem Zusammenhang zudem von der Kehrseite der Wechselkursmedaille, nämlich der spürbaren Erholung von Euro-Dollar. Dass hingegen nationale Argumente derzeit eher in den Hintergrund gerückt sind, dürfte daran liegen, dass neue Impulse Fehlanzeige sind. So sind doch weder der eingesetzte Disinflationsprozess noch die verhaltene Konjunkturentwicklung in den CE3-Staaten Neuigkeiten, die die Währungen zu neuen Richtungsentscheidungen bewegen könnten. Zudem fahren die dortigen Währungshüter, was ihre offiziellen Leitzinssätze betrifft, momentan auf Sicht. Sollten im Herbst sowohl in Tschechien als auch in Polen marktseitig verstärkt Leitzinssenkungserwartungen gespielt werden, dürften diese nationalen Argumente für die dortigen Währungen wieder interessanter werden.

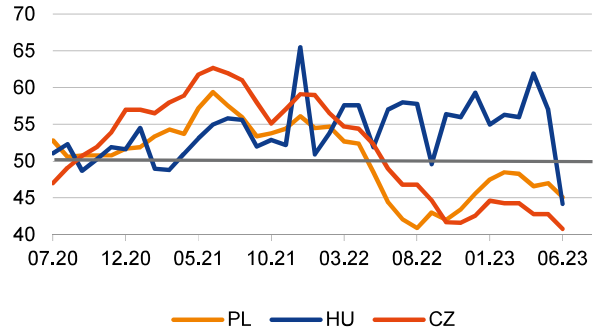
Global angeschlagener Greenback kommt den CE3-Währungen zugute

GLOBALES EM-SENTIMENT MIT SPÜRBAREM EINFLUS AUF DIE CE3-WÄHRUNGEN
ROLL. 3M-KORRELATION ZWISCHEN EUR/CE3 UND JPM EM INDEX



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

PMIS WEISEN AUF VERHALTENE KONJUNKTRELLE ENTWICKLUNG HIN
NATIONALE PMIS VERARBEITENDES GEWERBE, IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

Zuvor verdienen jedoch noch die Veröffentlichungen der dortigen Wachstumszahlen für das zweite Quartal Aufmerksamkeit. Diese werden Ende Juli für Tschechien und Mitte August für Polen und Ungarn bekannt gegeben. Interessant wird hierbei sein, ob diese bereits erste Anzeichen für die im Verlauf des zweiten Halbjahres marktseitig erwartete konjunkturelle Erholung erkennen lassen. Geht es nach den nationalen Einkaufsmangerindizes für das Verarbeitende Gewerbe, welche allesamt unter der Expansionsschelle von 50 Punkten anzutreffen sind, sollten die Erwartungen diesbezüglich (noch) nicht allzu hoch gehängt werden. Dementsprechend dürfte es nicht verwundern, wenn sich die CE3-Währungen wachstumstechnisch bereits mit wenig zufriedengeben, so dass sich ihre Abwärtsrisiken im Umfeld der BIP-Veröffentlichungen im Rahmen halten sollten.

Konjunkturelle Erholung erst im Verlauf des zweiten Halbjahrs erwartet

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

Türkei & Südafrika: Geldpolitische Saat & Ernte

Zweifel an geldpolitischer Kehrtwende verbunden mit zugenommenen Inflationssorgen belasten die Lira

Die türkische Lira hat in den vergangenen Wochen auf breiter Front weiter an Wert eingebüßt und fiel hierbei sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar auf neue Rekordtiefs. Ursächlich dafür sind nach wie vor Zweifel an der von der neuen Notenbankchefin Erkan in Aussicht gestellten geldpolitischen 180 Grad Wende, verbunden mit geringeren TRY-Stützungskäufen seitens der staatlichen Banken des Landes. Ebenfalls für Verunsicherung dürfte zudem die Einführung neuer Sonderverbrauchssteuern auf verschiedene Arten von Kraftstoffen, einschließlich Benzin und Diesel, sorgen. So wurden diese jüngst massiv (+200%) erhöht, was den Inflationsdruck verstärken und die Haushalte finanziell weiter belasten dürfte. Das türkische Finanzministerium erklärte, die Erhöhung werde dazu beitragen, den Wiederaufbau infolge der starken Erdbeben von Anfang des Jahres zu finanzieren und es dem Finanzministerium zugleich ermöglichen, ein gutes Polster an Liquiditätsreserven zu halten.

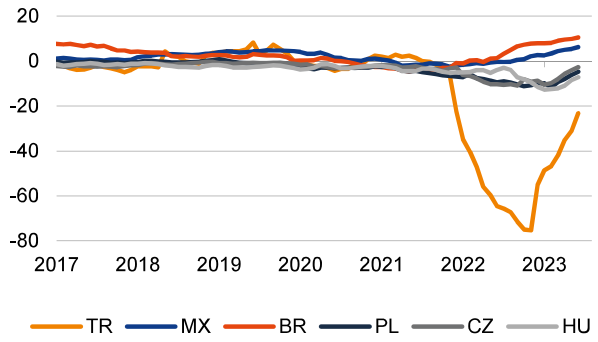
Reales Leitzinsniveau der Türkei weiterhin Schlusslicht in unserem EM-Universum

Zusammen mit der massiv geschwächten Lira und den Plänen der türkischen Regierung, die Ausgaben zu erhöhen, um die Wahlversprechen zu erfüllen, haben die drastisch angehobenen Kraftstoffsteuern marktseitig die ohnehin bestehenden Inflationssorgen weiter befeuert. Und nicht nur das. Vielmehr sind die Bedenken vor einer weiterhin viel zu locker ausgerichteten Geldpolitik nun präsenter denn je. Und dass diesbezüglich eine gewisse Skepsis durchaus angebracht ist, machte auch die gestrige Zinsentscheidung der türkischen Notenbank (TCMB) abermals deutlich. So fiel die Anhebung des Leitzinses (One-Week Repo Rate) von 15% auf 17,5% zum zweiten Mal in Folge geringer als marktseitig erwartet (18,5% laut Bloomberg) aus. Wie expansiv die Geldpolitik nach wie vor mit Blick auf die Inflation von immer noch knapp 40% (J/J, Gesamtrate) ist und welch Bürde dies für die Lira ist, zeigt die reale Leitzinsentwicklung. So ist doch der reale Leitzins in der Türkei mit rund -23% (berechnet anhand der Juniwerte) im Vergleich mit den anderen Schwellenländern unserer Coverage nach wie vor mit Abstand der niedrigste bzw. der am weitesten im negativen Bereich liegende.

Wagt die TCMB im Umfeld zunehmender Konjunkturrisiken weitere Leitzinsanhebungen?

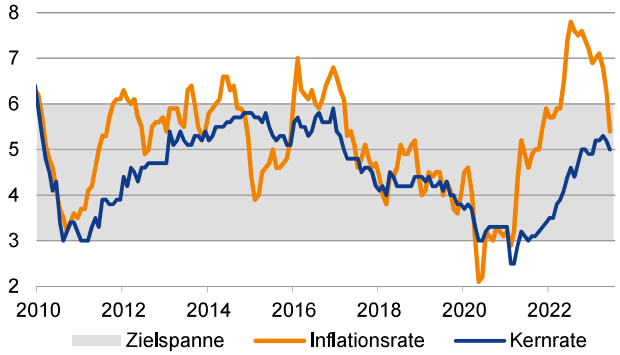
Um hieran etwas zu ändern, wären weitere und vor allem massive geldpolitische Straffungsschritte notwendig. Wenngleich die TCMB-Chefin weitere Leitzins-anhebungen in Aussicht gestellt hat, so ist es nach den jüngsten Erfahrungen jedoch fraglich, ob diese künftig beherzt genug ausfallen werden. In diesem Zusammen-hang darf ungeachtet des Blicks auf die Inflation nicht vergessen werden, dass eine massive Straffung der geldpolitischen Zügel mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung mit deutlichen konjunkturellen Bremseffekten einhergehen sollte. Für die politisch Verantwortlichen kämen diese zu einer denkbar ungünstigen Zeit, rechnen wir doch ohnehin im Verlauf des zweiten Halbjahrs mit einer konjunkturellen Abkühlung. Die alles entscheidende Frage wird dann sein, ob Staatspräsident Erdogan seinem neuen Wirtschaftsteam auch unter diesen Vorzeichen weiter freie Hand lassen wird.

REALE LEITZINSENTWICKLUNG: TÜRKEI WEITER SCHLUSSLICHT
NATIONALE REALE LEITZINSENTWICKLUNG, IN %, STAND JUNI, BERECHNET ANHAND GESAMTRATE DER INFLATION



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

DEUTLICH ENTSPANNTER PREISAUFTRIEB IN SÜDAFRIKA
IN % GEGENÜBER VORJAHR



Quelle: Bloomberg; South African Reserve Bank

Leitzinshoch in Südafrika vermutlich erreicht

Die gestrige Entscheidung der South African Reserve Bank (SARB) die Zinsen unverändert zu lassen, fiel mit einer Mehrheit von drei zu zwei knapp aus. Auch die Marktbeobachter waren sich im Vorfeld der Entscheidung nicht einig. Am Tag zuvor hatten die noch etwas besser als erwartet ausgefallenen Preiszahlen für den Juni allerdings bereits Hoffnungen auf eine Zinspause gemacht. Die Inflationsrate fiel mit 5,4% (J/J) auf den niedrigsten Stand seit Oktober 2021 und auch in der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel war der Preisanstieg mit 5,0% (J/J) niedriger als zuvor. In den kommenden Monaten ist bei den Preiszahlen mit einem weiteren Rückgang der Jahresrate zu rechnen, so dass eine weitere Zinsstraffung nicht erforderlich erscheint, auch wenn die Notenbankspitze dies nicht ausschließen wollte. Eine Zinswende nach unten steht aber derzeit noch nicht zu Debatte. So hatte die SARB im letzten Zinshoch 2016-2017 ihren Leitzins über 15 Monate unverändert gelassen. Die deutlichen Aussagen von Notenbankgouverneur Kganyago, die Inflationsrate nachhaltig in Richtung der Zielmarke von 4,5% (J/J) zu bringen, deuten ebenfalls nicht auf eine schnelle Zinswende nach unten hin.

Parlamentswahlen 2024 gewinnen an Bedeutung

Neben der aktuellen Geldpolitik dürften aber auch immer stärker die Parlamentswahlen im kommenden Jahr und die damit vermutlich verbundenen politisch unsicheren Zeiten ins Blickfeld der Finanzmärkte rücken. Unter dem Titel „Moonshot-Pact“ wollen sich Mitte August die meisten Oppositionsparteien treffen, um ein mögliches Bündnis für die Wahlen auszuloten. Das Treffen geht auf die Initiative der größten Oppositionspartei DA (Democratic Alliance) zurück. Ziel soll es sein, eine Regierungsalternative zum ANC zu bilden, der nach den letzten Umfragen seine absolute Mehrheit verlieren könnte. Dies würde eine Koalitionsregierung erfordern, wie sie in Ländern mit einem Verhältniswahlrecht üblich ist. Als Schreckgespenst wird dabei eine Zusammenarbeit des ANC mit der sehr deutlich links positionierten EFF (Economic Freedom Fighters) angesehen. Ein Szenario, das wohl auch an den Finanzmärkten wenig Freude auslösen dürfte. Hier wollen die eher bürgerlichen Parteien zwar ein Gegengewicht bilden, allerdings erscheint eine eigene Mehrheit des bürgerlich konservativen Lagers wenig wahrscheinlich.

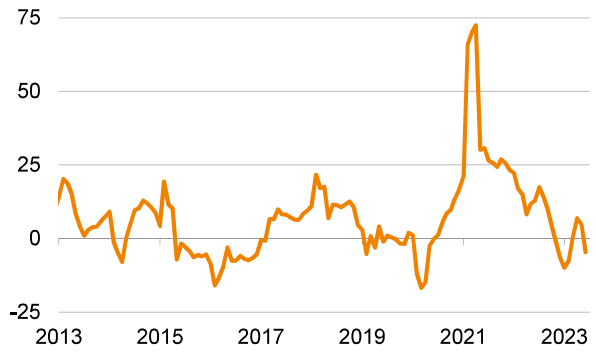
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Konjunkturelle Enttäuschung fordert staatliches Eingreifen

In China macht sich immer mehr Krisenstimmung breit. Obwohl uns die Frühindikatoren im letzten Quartal bereits auf eine konjunkturelle Ernüchterung vorbereitet hatten, müssen die frisch veröffentlichten BIP-Daten für das zweite Quartal als herbe Enttäuschung bezeichnet werden. Um gerade einmal 0,8% ist Chinas Wirtschaft gegenüber dem Vorquartal gewachsen, und das bei einem geschätzten Potenzialwachstum von 1,2% (Q/Q). Damit dürfte auch der letzte Funke Hoffnung auf einen konsumgetriebenen Aufschwung nach dem Ende der Null-Covid-Politik erloschen sein. Nicht nur das Verbrauchervertrauen lässt zu wünschen übrig. Der Exportsektor leidet schon länger unter der globalen Wachstumsschwäche und den veränderten Lieferketten (Abkoppelung von China). Als wäre es damit nicht genug, gibt es neue Hiobsbotschaften vom einstigen Wachstumsmotor Immobilienmarkt: Drei große Immobilienkonzerne stehen offenbar kurz vor dem Zahlungsausfall ihrer Anleihen; rund einem Dutzend mittlerer Immobilienentwickler droht das Delisting von den Börsen in Shanghai und Shenzen, weil ihre Aktienkurse so stark kollabiert sind, dass sie die Mindestschwelle für ein Listing unterschreiten. Konjunkturelle Abwärtsrisiken dürften also auch im zweiten Halbjahr allgegenwärtig bleiben.

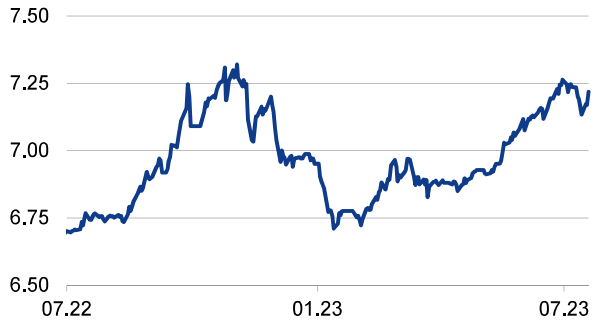
Ohnehin niedrige Konjunkturerwartungen sogar noch unterboten

VERGEBLICHES WARTEN AUF IMPULSE VOM AUßENHANDEL
EXPORTE, IN % (J/J), 3M GLÄTTUNG



Quelle: Refinitiv

JÜNGSTE CNY-ERHOLUNG DÜRFTE NICHT VON LANGER DAUER SEIN
USD-CNY



Quelle: Refinitiv

Dass sich der Yuan dennoch seit einigen Tagen überraschend gut hält, verdankt er zwei Punkten: Zum einen der globalen USD-Schwäche, die sich auch in USD-CNY mit nachgebenden Notierungen bemerkbar macht. Zum anderen der Hoffnung, dass die Staatsführung beherzt eingreifen und der Wirtschaft mit einem umfangreichen Maßnahmenpaket auf die Sprünge helfen wird. Vor wenigen Tagen wurde bereits eine Initiative zur „Wiederherstellung und Expansion der Konsumkräfte“ vorgestellt. Die Regierung plant Maßnahmen, die der Zurückhaltung der Verbraucher bei größeren Anschaffungen entgegenwirken sollen, u.a. geht es um die Nachfrage nach Autos, Haushaltsgeräten und Elektroartikeln. Wir rechnen mit der Ankündigung weiterer staatlicher Stimuli, insbesondere geldpolitischen Lockerungen und öffentlichen Infrastrukturprojekten. Selbst wenn es hierdurch gelingen würde, das Yuan-Sentiment weiter zu stabilisieren, hängt das Damokles-Schwert der von uns erwarteten globalen USD-Korrektur über dem Yuan. Ein Aufbäumen des Dollars würde das USD-CNY-Hoch vom Juni bei 7,2680 CNY wieder in Reichweite bringen und die Niveaus von November 2022 (7,3270 CNY) zum nächsten Kursziel machen.

Erwartetes USD-Comeback als Damokles-Schwert über dem Yuan

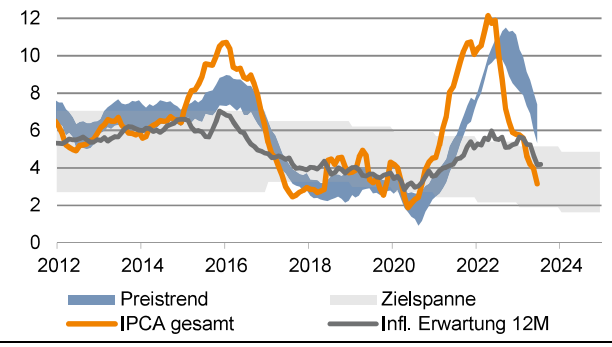
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Brasilien & Mexiko: Zinssenkungen in Lateinamerika

Politisches Umfeld und gesunkene Inflationszahlen ermöglichen baldige Zinssenkung in Brasilien

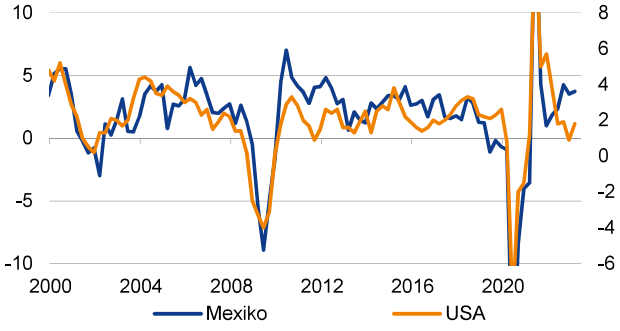
Zuletzt gab es aus der politischen Landschaft in Brasilien einige positive Nachrichten zu vermelden. Das Inflationsziel wurde auch längerfristig bei 3% (J/J) festgelegt. Besonders überrascht hat jedoch der erste Schritt zu einer Reform des unübersichtlichen Systems verschiedener indirekter Steuern. Eine erste Fassung hat zumindest im Abgeordnetenhaus die notwendige Mehrheit geschafft. Obwohl für dieses Projekt wohl noch einige Zeit bis zur Verabschiedung vergehen wird und sehr lange Übergangsfristen vorgesehen sind, wäre dies eine wichtige Unterstützung für den Wirtschaftsstandort. Hinzu kamen positive Preiszahlen für den Juni, die eine erste Zinssenkung Anfang August ermöglichen dürften. Angesichts des hohen Leitzinses von 13,75% stellt sich dann die Frage nach dem Umfang der Zinssenkungen. Auch wenn zum Auftakt ein kleinerer Schritt von 25 Bp wahrscheinlicher erscheint, dürften im weiteren Verlauf auch größere Lockerungsschritte erfolgen. Beim letzten Zinssenkungszyklus ab Oktober 2016 wurde der Leitzins innerhalb eines Jahrs von 14,25% um 600 Bp zurückgenommen. Ganz so deutlich dürfte es zwar nicht werden, aber auf Jahressicht sollte ein Leitzins von 10% erreicht werden können. Ein Niveau, das noch immer leicht bremsend wirken würde. In ihrem neusten Inflationsbericht schätzt die Notenbank für Brasilien in der Nach-Corona-Zeit einen höheren neutralen realen Leitzins als zuvor und sieht diesen in einer Spanne von 4,5% bis 5%. Mit längerfristigen Inflationserwartungen von rund 3,5% (J/J) würde die Geldpolitik damit erst unterhalb eines Leitzinses von 9% in den neutralen Bereich einmünden. Mit den sinkenden Leitzinsen wird der Renditevorsprung brasilianischer Anlagen zwar immer kleiner, ob dies den Real unmittelbar belastet, ist aber weniger sicher, sind gerade bei Emerging Markets sinkende Zinsen und eine festere Währung doch oft zwei Symptome eines nachlassenden Länderrisikos und dieses ist derzeit für Brasilien festzustellen.

INFLATIONSRÜCKGANG ERÖFFNET ZINSTRÄUME IN BRASILIEN
J/J IN %; PREISTREND: SPANNE VON 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

MEXIKO KANN SICH VON WACHSTUMSSCHWÄCHE DER USA ABKOPPELN
BIP J/J IN % LS: MEXIKO; RS: USA



Quelle: Bloomberg

Schwieriges Halbjahr für die mexikanische Geldpolitik

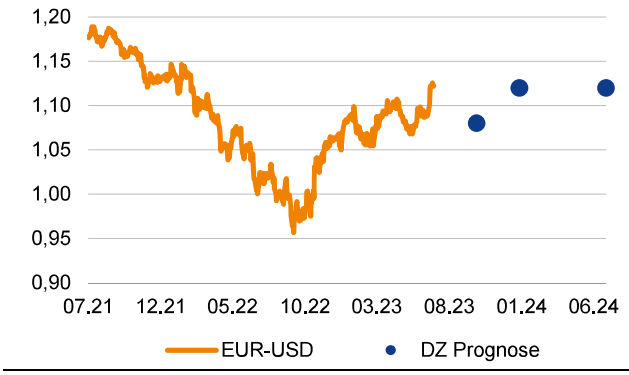
In den letzten Monaten ist auch in Mexiko die Inflationsrate deutlich auf zuletzt 5,1% (J/J) zurückgegangen und in der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel hat sich der Preisauftrieb (6,9% J/J) ebenfalls merklich verlangsamt. In den nächsten Monaten ist mit einem weiteren deutlichen Rückgang der Jahresraten bei beiden Größen zu rechnen. Hinzu kommen langsam abbröckelnde Inflationserwartungen. Angesichts des hohen Leitzinsniveaus von 11,25%, erscheinen Leitzinssenkungen daher auch hier naheliegend. Einen solchen Eindruck wollte die Notenbank zuletzt aber unbedingt vermeiden und in ihren Stellungnahmen verkündete sie, dass die Geldpolitik noch einige Zeit unverändert bleiben müsse, da sich der Preisauftrieb

noch nicht im gewünschten Ausmaß verringert habe. Ein wichtiger Aspekt dürften auch die noch zu erwartenden Zinserhöhungen der Fed sein. In einem Umfeld unveränderter US-Leitzinsen die eigene Geldpolitik zu lockern, ist das eine, bei einem anhaltenden Zinserhöhungskurs der Fed selbst die Zinsen zu lockern, erfordert jedoch besondere Umstände, die nicht vorliegen. Entsprechend dürfte die Banxico mit eigenen Lockerungen noch warten, bis die Fed ihren Zinspfad nach oben beendet hat. Da nicht zu erwarten ist, dass die Fed ihren letzten Zinsschritt auch gleich als solchen verkünden wird, ist eine gewisse Wartezeit notwendig, um sicher von einem Ende der Zinserhöhungen in den USA auszugehen. Entsprechend ist wohl erst gegen Ende des Jahres eine vorsichtige Lockerung der Geldpolitik in Mexiko zu erwarten ist. Der hohe Zinsvorsprung bei gleichzeitig immer wieder positiv überraschenden Wirtschaftszahlen in Mexiko dürften zur bemerkenswerten Stärke des Peso in diesem Jahr beigetragen haben. Mittlerweile erscheint die Währung aber hoch bewertet und dass sich das Land dauerhaft einer konjunkturellen Abkühlung in den USA entziehen kann, ist sehr zweifelhaft.

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

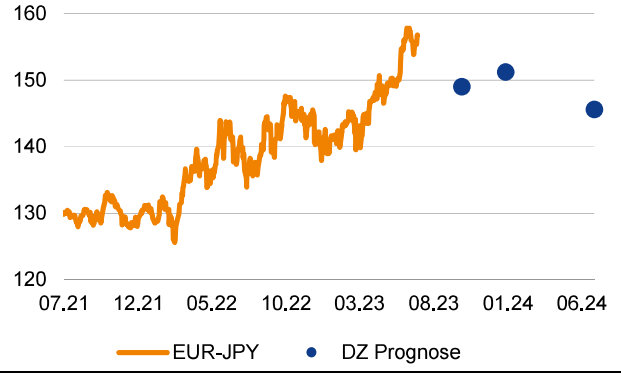
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



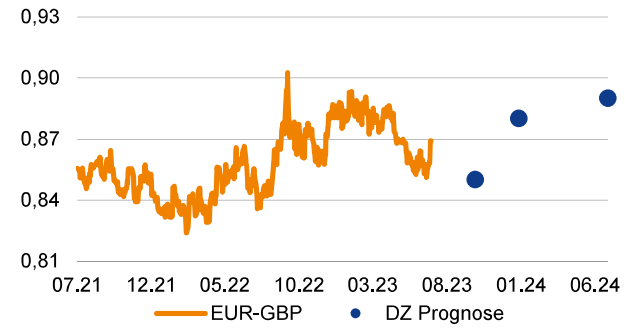
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



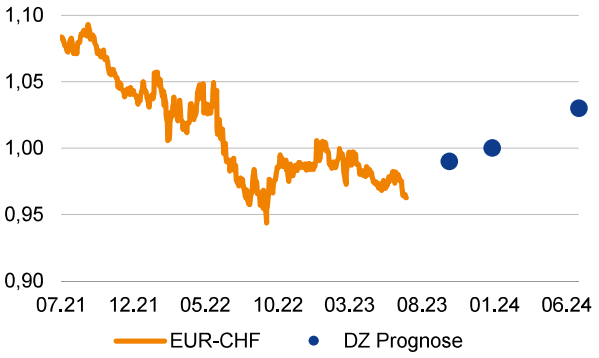
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



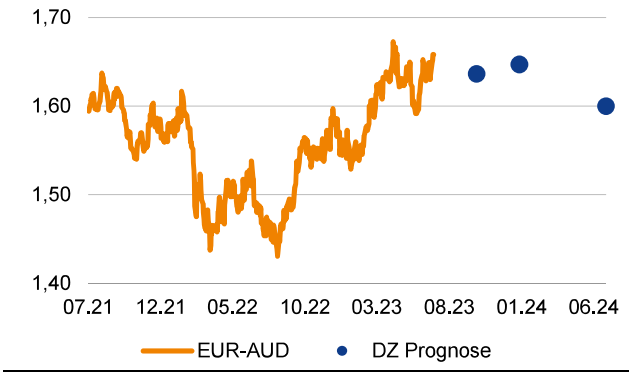
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



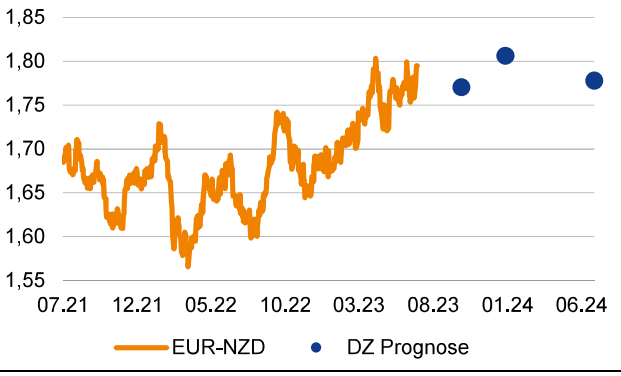
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



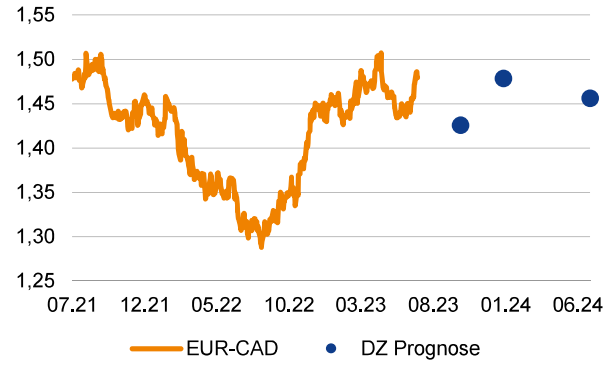
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



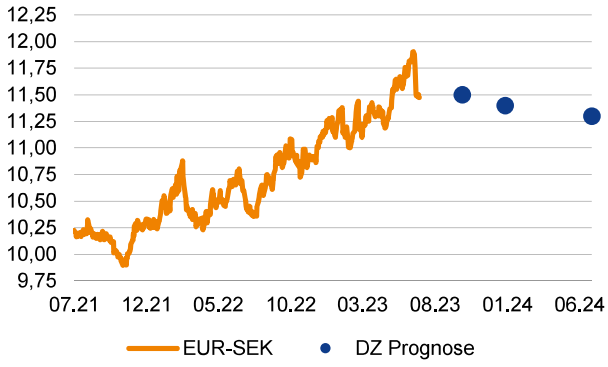
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



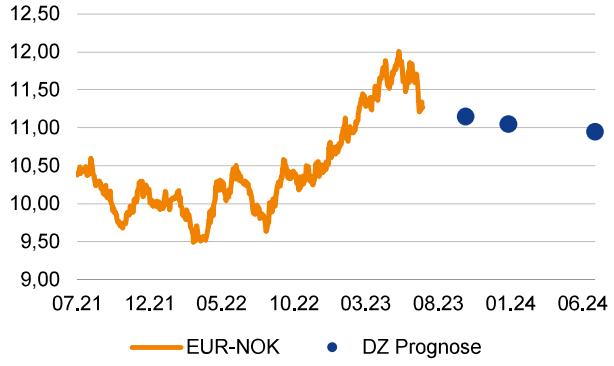
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



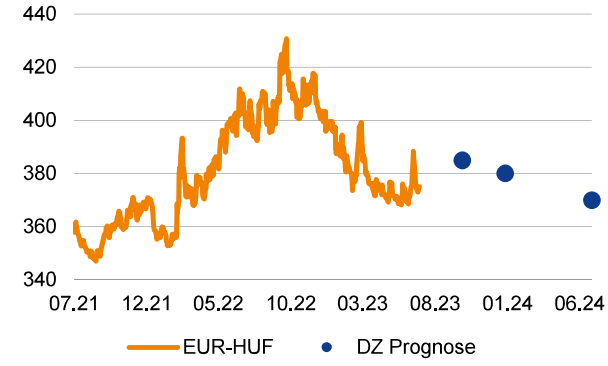
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



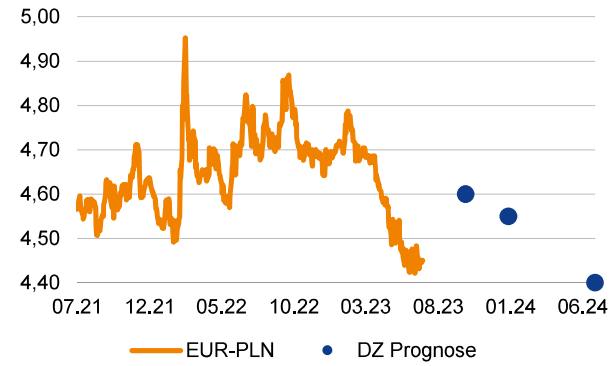
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



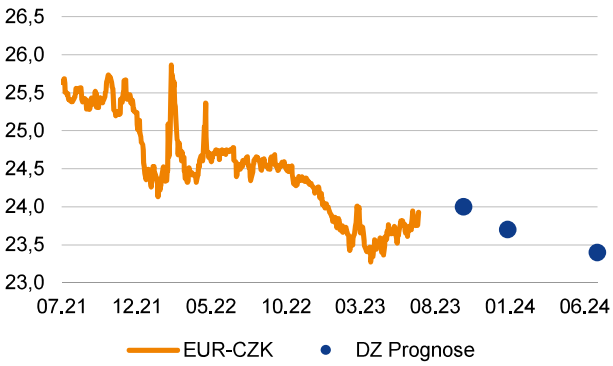
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



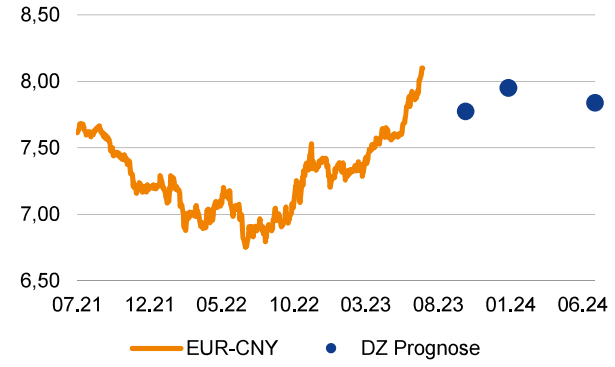
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



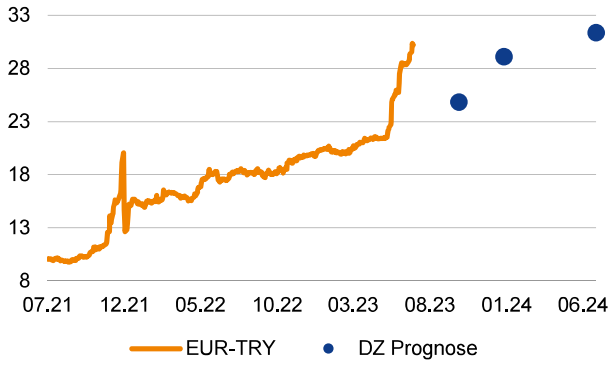
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



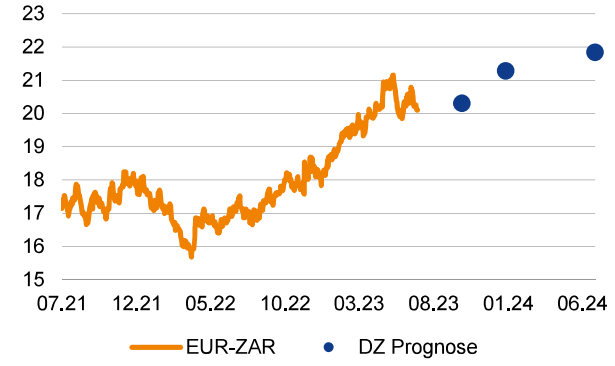
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



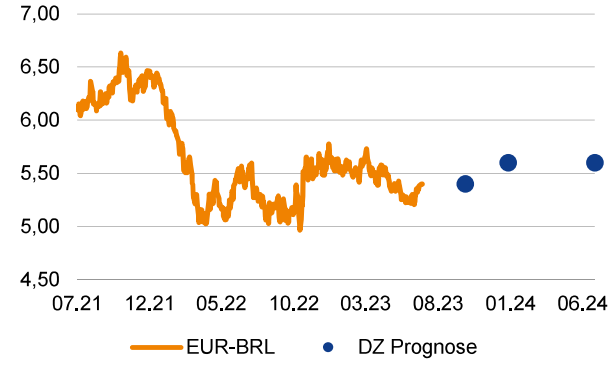
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



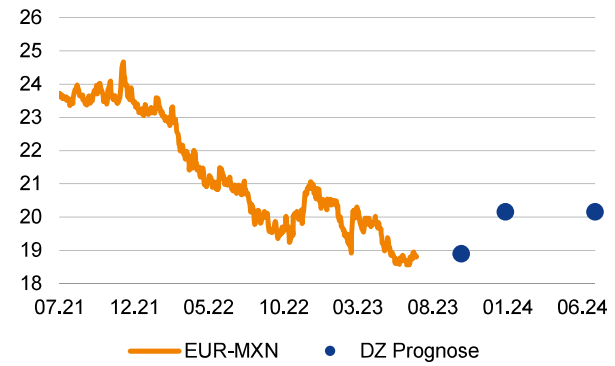
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

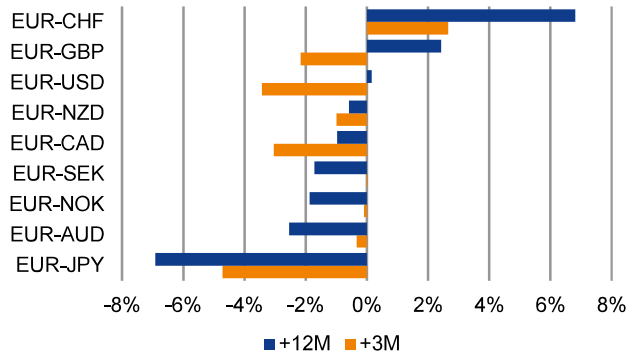
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

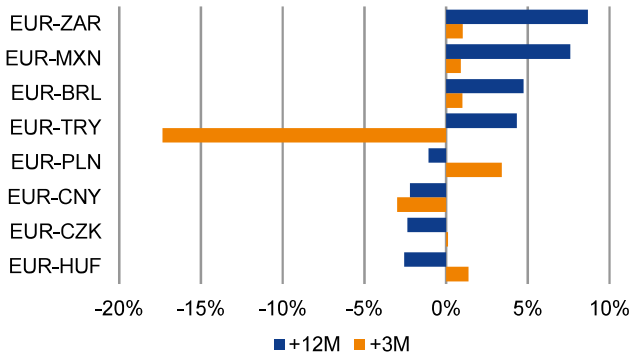
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1200	1.08	1.12	1.12
EUR/GBP	0.8657	0.85	0.88	0.89
EUR/JPY	156.46	149	151	146
EUR/CHF	0.9617	0.99	1.00	1.03
EUR/AUD	1.6543	1.64	1.65	1.60
EUR/NZD	1.7883	1.77	1.81	1.78
EUR/CAD	1.4745	1.43	1.48	1.46
EUR/NOK	11.25	11.15	11.05	10.95
EUR/SEK	11.50	11.5	11.4	11.3
EUR/PLN	4.4539	4.60	4.55	4.40
EUR/CZK	23.91	24.0	23.7	23.4
EUR/HUF	377.9	385	380	370
EUR/TRY	30.04	24.8	29.1	31.4
EUR/ZAR	20.02	20.3	21.3	21.8
EUR/CNY	8.0918	7.78	7.95	7.84
EUR/BRL	5.3669	5.40	5.60	5.60
EUR/MXN	18.73	18.9	20.2	20.2

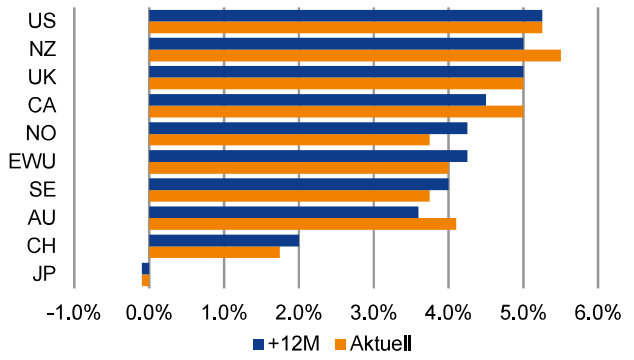
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1200	1.08	1.12	1.12
GBP/USD	1.2938	1.27	1.27	1.26
USD/JPY	139.70	138	135	130
USD/CHF	0.8586	0.92	0.89	0.92
AUD/USD	0.6770	0.66	0.68	0.70
NZD/USD	0.6263	0.61	0.62	0.63
USD/CAD	1.3165	1.32	1.32	1.30
USD/NOK	10.04	10.32	9.87	9.78
USD/SEK	10.27	10.6	10.2	10.1
USD/PLN	3.9767	4.26	4.06	3.93
USD/CZK	21.35	22.2	21.2	20.9
USD/HUF	337.4	356	339	330
USD/TRY	26.82	23.0	26.0	28.0
USD/ZAR	17.87	18.8	19.0	19.5
USD/CNY	7.2248	7.20	7.10	7.00
USD/BRL	4.7919	5.00	5.00	5.00
USD/MXN	16.73	17.5	18.0	18.0

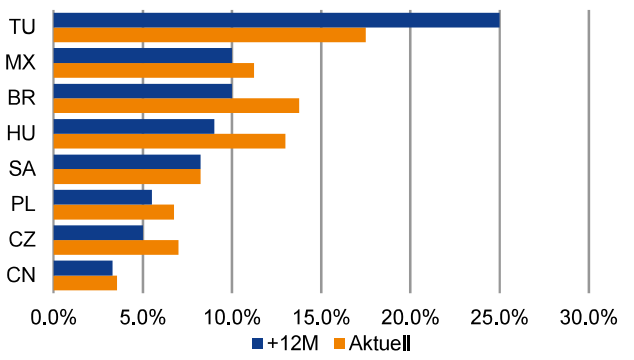
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	0,3	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	5,8	3,1	8,0	6,2	5,0	4,0
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	1,7	1,0	1,8	2,3	1,6	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,4	3,0	5,8	4,1	3,9	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-4,4	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-2,9	-3,0				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	0,9	1,1	1,8	0,6	1,0	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,8	1,5	3,7	3,4	2,4	1,8
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	0,5	0,2	0,2	0,3	0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	7,5	3,0	10,2	8,4	7,0	4,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,2	-4,3	-4,0				
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	7,0	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	0,8	0,9	2,2	1,1	-0,1	-0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	6,8	3,8	3,0	5,1	3,6	3,3	3,1
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	1,3	0,8	2,4	1,6	0,5	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	5,1	2,6	6,6	6,1	4,1	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.)	1,9	0,6	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	6,1	5,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-5,1	-4,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-2,9	-1,9
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	2,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,5	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 ‚**Transformationsstaat**' erfolgen.

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.
„Übergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.
„Untergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.
„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht.
Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter **www.dzbank.de/Pflichtangaben**).
1. Gesamtmarktstrategie
Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihesektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.
2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen
Im Anleihesegment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.
3. Strategie Covered Bonds
Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden Ländersegments (Sub-Index im iBoxx € Covered Index) mit dem Gesamtindex (iBoxx € Covered Index). Maßgeblich für die erwartete Performance ist der Credit Spread Return.

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

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit

anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den 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 Wertpapiernebendienstleistungen.
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

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

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

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

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

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

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