

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

EWU auf dem Weg in die Rezession

Dem Euro-Raum stehen wirtschaftlich schwierige Zeiten bevor. Ab dem laufenden Quartal gehen wir von einer rezessiven Phase aus, die sich wohl bis in das Winterhalbjahr 2022/23 erstrecken wird. Die vor kurzem veröffentlichten soliden Wachstumsraten für das zweite Quartal können nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Belastungsfaktoren, denen sich die Eurozone gegenübersteht, häufen. Die Einkaufsmanagerindizes und andere vorlaufende Indikatoren belegen bereits jetzt sehr deutlich, dass sich die Lage verschlechtert. Und zwar in fast allen Bereichen der Wirtschaft.

Besonders (negativ) hervorzuheben ist sicherlich die Lage der privaten Haushalte, die sich aufgrund der extremen Preissteigerungen, insbesondere bei den Energiepreisen, massiven Zusatzbelastungen ausgesetzt sehen. Das Verbraucherklima ist im Juli 2022 auf ein neues Rekordtief bei -27 Punkten gefallen – niedriger als die Niveaus, die wir zu Beginn der Corona-Krise gesehen hatten. Die Angst vor hohen Gas- und Stromrechnungen führt zu zunehmender Zurückhaltung beim Konsum, was in Folge natürlich auch den Einzelhandel stark belasten wird. Hier werden dann auch die aktuell sehr hohen Lagerbestände zum Problem. Denn es ist davon auszugehen, dass der Einzelhandel, angesichts nachlassender Kaufkraft, beginnen wird, die derzeit sehr hohen Lagerbestände abzubauen. Dies wird sich unweigerlich ebenfalls deutlich negativ auf das BIP auswirken.

Auch aufseiten der Unternehmen ist die aktuelle Unsicherheit groß. Ihre Sorge gilt zum einen der Nachfragesituation, zum anderen natürlich aber auch der Gasversorgung. Zwar gehen wir derzeit nicht davon aus, dass es im Winter zu einer extremen Gasmangellage kommt, die hohen Preise werden jedoch auch in der Industrie zu Selbstrationierungen führen. Dass die Investitionstätigkeit in diesem Umfeld nachlässt, ist kaum überraschend.

Angesichts der aktuellen Schwäche des Euro stünde vielleicht zu vermuten, dass zumindest der Außenhandel einen positiven Beitrag zum Wachstum liefern kann. Dies ist jedoch leider nicht der Fall. Das Problem ist die hohe Importrechnung, die durch die extremen Preissteigerungen bei der Energie, aber auch die Abwertung des Euros, entsteht.

Die Wachstumsraten dürften im dritten Quartal in den negativen Bereich rutschen. Im vierten (Winter-)Quartal wird sich die Lage dann noch mal verschlechtern. Mit einer Rückkehr zu positiven Wachstumsraten ist erst im zweiten Quartal 2023 zu rechnen.

Matthias Schupeta, Economist, +49 (0)69 7447 92094

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
18.8.2022 11:50 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro trotz Rezessionsorgen	2
USA: Ist die Dollar-Trendwende endlich in Sicht?	3
Japan: Yen bleibt Spielball der globalen Zinsentwicklung	4
Großbritannien: Bank of England beschleunigt geldpolitische Straffung	6
Schweiz: Und jetzt auch noch eine Rezession in der Eurozone?	7
Australien, Neuseeland: Straffung der Geldpolitik fest im Blick	8
Kanada: Bank of Canada zieht die Zinsbremse fest an	10
Skandinavien: Notenbanken auf der Bremse	11

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Inflationssorgen vs. Rezessionsrisiken	13
Türkei & Südafrika: Wachstumsumfeld wird schwieriger	14
China: Inflation weiterhin kein Thema	16
Brasilien & Mexiko: Geldpolitisch gut ein halbes Jahr getrennt	16

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro trotz Rezessionssorgen

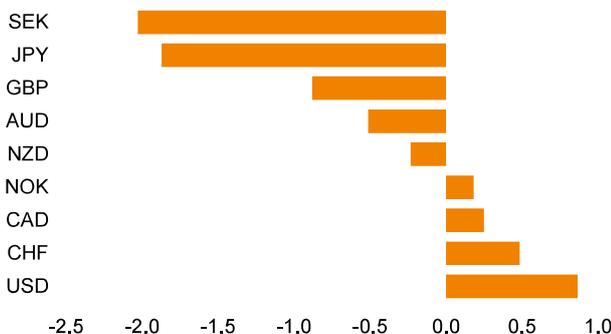
Der Euro konnte sich in den vergangenen Wochen durchaus behaupten. Zwar handelt EUR-USD weiterhin „nur“ in der Region um 1,02 USD, dies ist jedoch angesichts der Tatsache, dass der Markt eine Rezession in der Eurozone antizipiert, schon fast beeindruckend. Der Ausflug des Währungspaares unterhalb die Marke der Parität war nur temporär, was in unseren Augen bestätigt, dass das Abwertungspotenzial nun ziemlich ausgeschöpft ist.

An Belastungsfaktoren mangelt es indes weiterhin nicht. Der Krieg in der Ukraine dauert an, eine Rezession in der Eurozone erscheint mittlerweile unvermeidbar, die Energieversorgung ist mit großer Unsicherheit behaftet und die politische Lage in Italien bleibt prekär. Gleichzeitig ist der Preisdruck weiterhin hoch und lässt der EZB keine Wahl als im September erneut an der Zinsschraube zu drehen. Während der US-Dollar jedoch immer wieder phasenweise negativ auf sich anheizende Zinserhöhungsspekulationen in den USA reagiert, sehen wir beim Euro durchaus Potenzial für eine unterstützende Wirkung durch die Geldpolitik. Dies wird jedoch kaum ausreichen, um die oben genannten Belastungsfaktoren zu (über)kompensieren, zumindest nicht auf Sicht der kommenden Monate. Diese dürften vor allem von erhöhter Volatilität geprägt sein, so lange die Lage in Italien unklar bleibt und nicht sicher ist, wie es um die Energieversorgung im Winter bestellt sein wird. Unsere Prognose auf Sicht von drei Monaten geht daher von einer Seitwärtsbewegung um 1,03 USD aus.

Euro gelingt der Klassenerhalt oberhalb der Parität

Viel Luft gen Norden sehen wir auf kurze Sicht jedoch nicht

EUR HÄLT SICH EIGENTLICH ERSTAUNLICH WACKER
% VERÄNDERUNG VS. EUR SEIT 01 AUGUST 2022



Quelle: Bloomberg

EZB-ZINSERHÖHUNGSERWARTUNGEN LASSEN NACH
LS: EUR-USD; RS: REFI & ZINSErwARTUNG (IN %)



Quelle: Bloomberg

So langsam rückt nun natürlich auch die nächste EZB-Sitzung in den Fokus des Geschehens. Hier werden gleich mehrere Faktoren von kritischer Bedeutung sein:

EZB September-Sitzung rückt in den Fokus

- » Wird die EZB mit einer Rezession vor den Augen tatsächlich den Mut für eine weitere Zinserhöhung um 50 Basispunkte haben?
- » Wie sehen die neuen Projektionen der EZB in Bezug auf Inflation und Wachstum aus?
- » Liefert die EZB mehr Details zu ihrem neuen Anti-Fragmentierungsprogramm? Bislang war der Informationsfluss eher dünn und es herrscht weiterhin große Unklarheit über die genaue Ausgestaltung des Programms.

Für den Euro werden vor allem die neuen BIP-Projektionen und die Größe des Zinsschritts im Fokus stehen. Was letzteres betrifft, wäre alles andere als ein 50 Bp. Schritt fraglos eine Enttäuschung.

Mit Blick auf den längerfristigen Ausblick, haben wir unsere EUR-USD-Prognose leicht angepasst. Hatten wir bislang ein 12M-Kursziel von 1,10 USD, gehen wir nun von einer etwas moderateren Aufwertung auf 1,08 USD aus. Dies ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass eine Rezession in der Eurozone nun wohl nicht mehr zu vermeiden ist und wir dem Euro daher weniger Aufwertungspotenzial zutrauen. Dass wir dennoch von steigenden Kursen ausgehen, liegt vor allem daran, dass der Euro auf aktuellen Kursen bereits sehr viel der schlechten Nachrichten eingepreist hat.

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

Euro mit mittelfristigem Aufwertungspotential bis 1,08 USD

USA: Ist die Dollar-Trendwende endlich in Sicht?

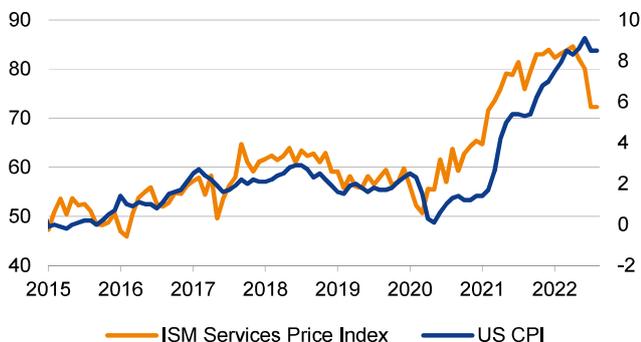
Der USD-Index ist seit Mitte Juli deutlich gefallen und hatte zwischenzeitlich gut 5% an Wert verloren bevor eine leichte Erholung einsetzte. Am deutlichsten konnten sich NOK, SEK und AUD vom Dollar absetzen (>3%), tatsächlich ist es seither jedoch allen G10-Währungen gelungen, zumindest moderate Gewinne gegenüber dem Dollar zu verbuchen. Geschuldet war die Abwertung des Greenback wohl vor allem der Tatsache, dass das aggressive Vorgehen der Fed zuletzt immer größere Rezessionsängste geschürt hat. Kalkulationen von Bloomberg zufolge, ist die eingepreiste Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in den kommenden 12 Monaten zuletzt auf fast 40% gestiegen. Dabei handelt es sich jedoch nicht, wie in der Eurozone, um eine Rezession die vornehmlich durch den Krieg in der Ukraine, Corona und hohe Energiepreise ausgelöst wird. Stattdessen kann man in den USA von einer geldpolitisch-induzierten Rezession sprechen.

USD Index verliert zuletzt deutlich an Wert

Die Fed hat ihren Leitzins bereits deutlich angehoben und dürfte auch bei ihrer nächsten Sitzung mit einer Erhöhung um 75 Bp. aufwarten. Danach geht es dann u.E. nach etwas gemächlicher zu, bis Anfang 2023 sollte die Fed ihren Leitzins jedoch auf 3,75% angehoben haben. Gleichzeitig wird auch an der Bilanzfront gearbeitet. Die aktive Bilanzreduzierung ist zwar etwas schleppend angelaufen, Notenbankchef Jerome Powell gibt sich jedoch optimistisch, dass das Tempo im Herbst wie geplant angezogen werden kann. Damit legt die Fed eine geldpolitische Vollbremsung hin – von einem „soft landing“ kann kaum noch die Rede sein. Zuletzt gab es sogar bereits erste Spekulationen darüber, wann die Fed beginnen wird ihren Leitzins wieder zu senken!

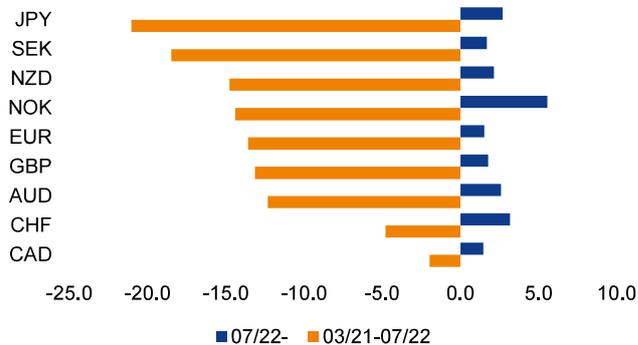
Fed marschiert voran - und riskiert eine Rezession

INFLATIONSDRUCK LÄSST ENDLICH (LANGSAM) NACH
 LS: ISM DIENSTLEISTUNGSPREISINDEX; RS: INFLATION (J/J IN %)



Quelle: Bloomberg

KOMMT DIE DOMINANZ DES DOLLARS ZU EINEM ENDE?
 % VS. USD



Quelle: Bloomberg

Mit Blick auf den Dollar mehren sich somit die Zeichen, dass die Phase seiner Dominanz zu einem Ende kommt. Seit Anfang 2021 ist der USD-Index fast kontinuierlich gestiegen und hat in der Spitze um mehr als 20% zulegen können. Keiner der anderen G10-Währungen ist es auch nur im Ansatz gelungen, ihm die Stirn zu bieten. Die überbordende Stärke des Dollars war auf einem Fundament aus zunehmend aggressiven Zinserhöhungsfantasien, soliden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der Rolle des Dollars als Fluchtwährung in Zeiten der Krise aufgebaut. Letzteres gilt sicherlich weiterhin, die ersten beiden Pfeiler der Dollar-Stärke haben jedoch fraglos Risse bekommen.

Wie deutlich der Dollar in den kommenden Monaten unter Druck gerät, hängt nun vor allem auch davon ab, wie sich die Lage im Rest der G10 entwickelt. Der Dollar ist anfällig, aber selbiges lässt sich sicherlich auch über eine Reihe anderer Währungen sagen. Der Euro ächzt unter der Last des Ukraine Kriegs und der hohen Energiepreise, das Pfund muss sich mit einer extrem pessimistischen Zentralbank und einer unklaren politische Lage auseinandersetzen, während der Yen wohl nur darauf hoffen kann, dass die Neubesetzung des Posten des Zentralbankchefs im kommenden Jahr eine geldpolitischen Trendwende mit sich bringt. Insgesamt gehen wir davon aus, dass der USD-Index weiter an Wert verlieren wird, eine schnelle, dynamische Abwertung ist jedoch nicht zu erwarten.

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

Geht die Phase der Dollar-Dominanz zu Ende?

Dollar-Abwertung voraus, jedoch keine massive Dynamik erwartet

Japan: Yen bleibt Spielball der globalen Zinsentwicklung

Japans Wirtschaft hat sich im zweiten Quartal stabilisieren können, wie die jüngsten BIP-Daten mit ihrem Plus um 0,5% (Q/Q) bzw. 2,2% (annualisiert) gezeigt haben. Damit hat die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt wieder ihr Niveau von Ende 2019, also vor der Pandemie erreicht. Maßgeblich war die Zunahme des privaten Konsums (+1,1%, Q/Q), während die externe Nachfrage stagniert hat. Damit sind wir auch schon bei dem schwierigen Ausblick für die kommenden Quartale. Den Aufschwung beim Konsum verdanken wir der Aufhebung der Corona-Beschränkungen im Frühjahr; ohne diesen Impuls und angesichts der Inflationsentwicklung besteht hier wenig Hoffnung für eine Fortsetzung der Dynamik. Nicht nur die hohen Energiepreise, auch die ungünstige Reallohnentwicklung belastet das Konsumklima. Um die Unterneh-

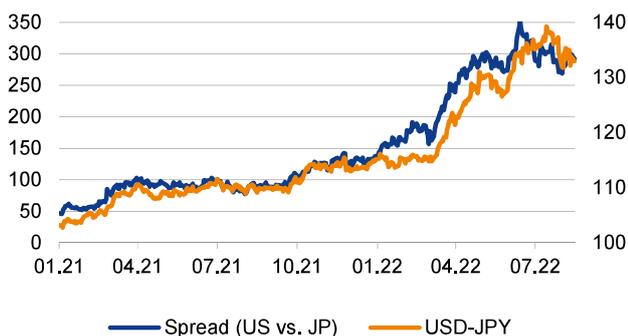
Solides Wachstum in Q2 – Ausblick trübt sich aber ein

men ist es kaum besser gestellt. Auch sie kämpfen mit dem massiven Kostendruck, haben zudem nur marginalen Überwälzungsspielraum und sehen einem denkbar fragilen weltwirtschaftlichen Umfeld entgegen.

Um den steigenden Lebenshaltungskosten entgegenzuwirken, hat Premier Kishida eine Aufstockung des für Anfang September angekündigten neues Hilfspakets versprochen. Ein bereits bekanntes Detail ist die de-facto-Subventionierung von Weizen. (In Japan ist der Staat für den Weizenimport zuständig und setzt zweimal im Jahr den Preis für den Weiterverkauf an den Einzelhandel fest. Trotz der Preisexplosion am Weltmarkt hat Kishida bereits angeordnet, dass dieser staatliche Preis im Oktober nicht erhöht werden soll, was letztlich nichts anderes als eine Subvention bedeutet.) Das ist allerdings nur ein Tropfen auf den heißen Stein der steigenden Importpreise, die für Japan gleich aus zwei Gründen kritisch sind: wegen der im internationalen Vergleich sehr hohen Abhängigkeit von Energie sowie Nahrungsmitteln aus Übersee und wegen der übergeordneten Yen-Schwäche, die für zusätzliche importierte Inflation sorgt.

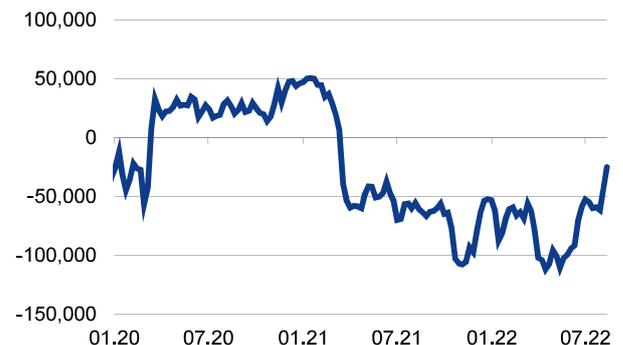
Regierung verspricht Hilfe wegen steigender Lebenshaltungskosten

SCHICKSAL DES YEN ENTSCHIEDET SICH AM US-RENTENMARKT
SPREAD STAATSANLEIHEN 5J (L.S.) IN BP UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: Refinitiv

STREICHEN DIE YEN-BÄREN DIE SEGEL?
JPY: SPEKULATIVE NETTO-POSITIONEN, ANZAHL KONTRAKTE



Quelle: Refinitiv

Eine Änderung der geldpolitischen Strategie dürfte -egal, wie sich die Inflation weiter entwickelt- vorerst nicht zur Diskussion stehen. „Vorerst“ heißt: solange Kuroda Notenbankchef ist, seine Amtszeit läuft im März 2023 aus. Damit bleibt der Yen das abgeschlagene Schlusslicht im globalen Rennen um höhere Zinsen. Das bedeutet nicht, dass ihm nicht auch wieder Kursgewinne bevorstehen könnten; diese sollten jedoch von außerhalb Japans inspiriert sein. Insbesondere das Auf und Ab am US-Rentenmarkt dürfte eine zentrale Rolle spielen. Das Ein- und Auspreisen der US-Leitzinserwartungen beeinflusst grundsätzlich zwar jede Währung. Die Rolle für den Yen ist aber überproportional hoch, da die BoJ jegliche Reaktion am japanischen Rentenmarkt unterbindet, während andernorts die globalen Vorgaben die örtlichen Zinsen mit nach oben oder unten ziehen.

US-Fed bestimmt auch über Schicksal des Yen

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

Großbritannien: Bank of England beschleunigt geldpolitische Straffung

Das Vereinigte Königreich genießt zwar einen außergewöhnlich sonnigen Sommer, doch über der Wirtschaft ziehen dunkle Wolken auf. Die Inflationsrate lag im Juli bei 10,1% und dürfte nach Einschätzung der Bank of England in diesem Herbst einen Höchststand von etwas über 13% erreichen. Die vorläufigen BIP-Daten für das zweite Quartal zeigten eine leichte Verlangsamung, da die Wirtschaft um 0,1% Q/Q schrumpfte. Damit sank die jährliche Wachstumsrate von 8,7% im ersten Quartal auf 2,9%. Die Kombination aus einer sich abschwächenden Konjunktur und einer hohen und steigenden Inflation ist nicht nur in wirtschaftlicher, sondern auch in politischer Hinsicht problematisch. Die Regierung steht unter Druck, ein weiteres Maßnahmenpaket zu schnüren, um den durch steigende Preise verursachten Druck auf die Einkommen zu mindern. Woher das Geld dafür kommen soll, ist für viele Wähler eine ganz andere Frage.

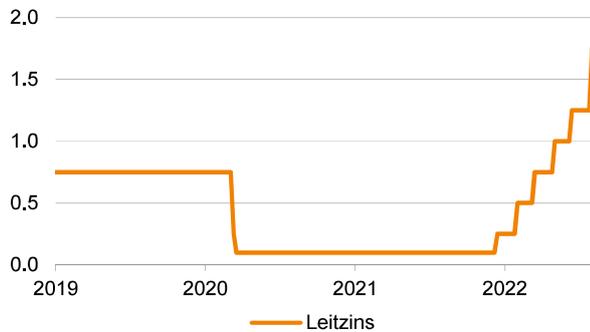
Auch an der geldpolitischen Front wird die Lage zunehmend interessanter. Auf ihrer August-Sitzung hat die Bank of England die von den Finanzmarktteilnehmern erwartete Zinserhöhung um 50 Basispunkte beschlossen. Die Wirtschaftsprognosen der Bank sorgten jedoch für Unmut. Die Inflation dürfte im kommenden Herbst einen Höchststand von über 13% erreichen, bevor sie zwar wieder sinken, aber im Jahr 2023 immer noch bei durchschnittlich 9% liegen dürfte. Was das Wachstum betrifft, so zeigt sich die Bank pessimistisch und geht davon aus, dass die Wirtschaft im vierten Quartal in eine Rezession abgleiten und dort bis 2023 verharren wird. Trotzdem hält die Bank an ihrem Kurs fest, die Geldpolitik in diesem Jahr weiter zu straffen.

Zudem hat die Bank angekündigt, mit dem Abbau ihrer hohen Staatsanleihenbestände zu beginnen, die sie während der Jahre der quantitativen Lockerung erworben hat. Diese belaufen sich mittlerweile auf knapp 850 Mrd. GBP. Würde man die derzeitige passive Strategie weiterverfolgen, also die Erlöse aus fällig werdenden Anleihen nicht reinvestieren, würde es mehr als ein Jahrzehnt dauern, bis die Bestände ungefähr halbiert wären. Daher plant die Bank, mit dem Verkauf von etwa 10 Mrd. GBP pro Quartal zu beginnen, vorbehaltlich der Marktbedingungen und eines endgültigen Votums auf der MPC-Sitzung im September. Da pro Quartal Gilts im Wert von etwa 10 Mrd. GBP aus der Anleihekauffazität fällig werden, würde die Bank ihre Anleihebestände um etwa 80 Mrd. GBP pro Jahr reduzieren. Auch wenn man nicht mit Gewissheit sagen kann, dass beispielsweise ein QT im Umfang von 40 Mrd. GBP einer Zinsanhebung um 25 Basispunkte entspricht, da dies von der Wirtschaftslage und dem allgemeinen Zinsniveau abhängt, kann dieses ungefähre Verhältnis als Diskussionsgrundlage dienen.

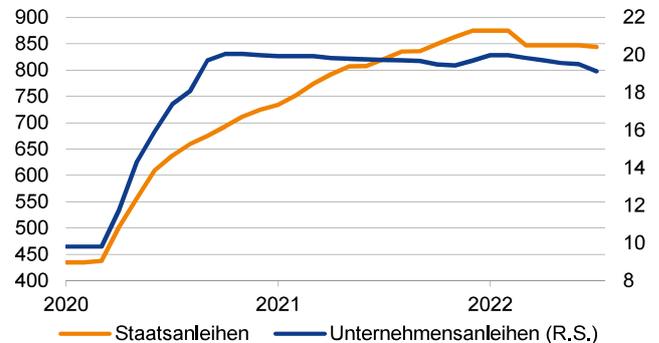
Dunkle Wolken brauen sich über der britischen Wirtschaft zusammen

Beschleunigte Straffung der Geldpolitik mit einer Anhebung um 50 Basispunkte...

...und dem Beginn von QT (Quantitative Tightening)

LEITZINS DER BANK OF ENGLAND – BESCHLEUNIGTE STRAFFUNG
IN PROZENT

Quelle: Bloomberg

BOE: QE-BESTÄNDE AN GILTS UND UNTERNEHMENSANLEIHEN – DER
ABBAU HAT BEGONNEN - UND BALD FOLGT NOCH MEHR
LS: STAATSANLEIHENBESTÄNDE, RS: BESTÄNDE AN UNTERNEH-
MENSANLEIHEN, BEIDE IN MRD. GBP

Quelle: Bloomberg

Auf dem Devisenmarkt haben die Maßnahmen der Bank die Teilnehmer weitgehend unberührt gelassen. Trotz der Zinserhöhung und der Aussicht auf weitere Anhebungen kämpft das Pfund weiter darum, die Verluste der vergangenen Monate gegenüber dem US-Dollar wettzumachen. Beim EUR/GBP sorgte der negative Konjunkturausblick der Bank of England dafür, dass der Euro einen Teil des im Sommer verlorenen Bodens zurückgewinnen konnte. Da die politische Lage nach wie vor unklar ist, nicht zuletzt in Bezug auf die Frage, ob Truss der nächste Premierminister wird und eine Änderung des Mandats der Bank of England in Erwägung zieht, um deren Unabhängigkeit einzuschränken, dürfte das Pfund bis zum Herbst nur begrenzten Spielraum für eine Aufwertung haben.

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

Sterling hat bis zum Herbst nur begrenztes Aufwärtspotenzial

Schweiz: Und jetzt auch noch eine Rezession in der Eurozone?

Über mangelnden Zuspruch kann sich der Schweizer Franken derzeit nun wahrlich nicht beklagen. EUR-CHF hat jüngst ein Siebeneinhalb-Jahrestief knapp oberhalb 0,96 CHF markiert, und für einen Stimmungsumschwung ist derzeit kein Anlass in Sicht. Die Alpenwährung dürfte mit ihrer weltweit einmaligen Mischung aus Safe-Haven-Charme, Zinserhöhungsfantasie und robustem Wachstumsausblick zunächst weiter zu überzeugen wissen. Insbesondere im letzten Punkt gräbt sie dem lange als unfehlbar geltenden US-Dollar zunehmend das Wasser ab. Apropos „Wasser“. Nicht nur die Angst vor dem Liquiditätsentzug durch die Notenbanken macht den Märkten derzeit das Leben schwer, jetzt kommen noch neue Sorgen beim Blick auf den niedrigen Wasserstand im Rhein und auf anderen Frachtrouten der Binnenschifffahrt hinzu. Und das ausgerechnet zu einer Zeit, in der die Zeichen bereits auf Rezession in der Eurozone stehen. Die Abwärtsrevision unserer EWU-Konjunkturprognose besiegelt für uns jetzt EUR-CHF-Kurse unterhalb der Parität für einen länger als zuvor unterstellten Zeitraum. Unsere neuen EUR-CHF-Prognosen lauten daher 0,97 CHF (+3M), 1,00 CHF (+6M) und 1,05(+12M), wobei kurzfristig sogar noch niedrigere Notierungen nicht auszuschließen sind.

Franken überzeugt durch weltweit einmalige Mischung

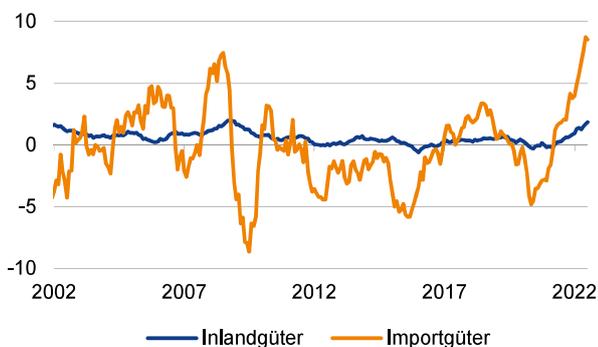
Erst mittel- und langfristig dürfte dieser Glanz verblassen. Zwar rechnen wir bei der September- und Dezember-Sitzung der SNB noch mit jeweils einer Zinserhöhung,

Langfristig dreht sich das CHF-Bild dann wieder

können uns aber vorstellen, dass sie 2023 die geldpolitischen FüÙe stillhalt, da der Inflationsdruck in der Schweiz früher als andernorts wieder nachlässt. Nicht nur die Aussicht auf weitere Zinsschritte dürfte dahin sein, auch der Bedarf für Sichere Häfen sollte im kommenden Jahr nachlassen. Das Thema Rezession in der Eurozone und den USA droht den Investoren zwar in den kommenden Quartalen die Stimmung zu verhageln (und damit den Franken begehrt machen), dieses Thema sollte für die Märkte auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten erledigt und hinreichend eingepreist sein. Die ab Frühjahr absehbare Wachstumsdynamik in der Eurozone könnte der Risikofreude und somit auch EUR-CHF neue positive Impulse verleihen ... Impulse, die die SNB dann auch wieder gelassener sehen kann, weil sich ihre Bedenken um wechselkursbedingt importierte Inflation gelegt haben sollten.

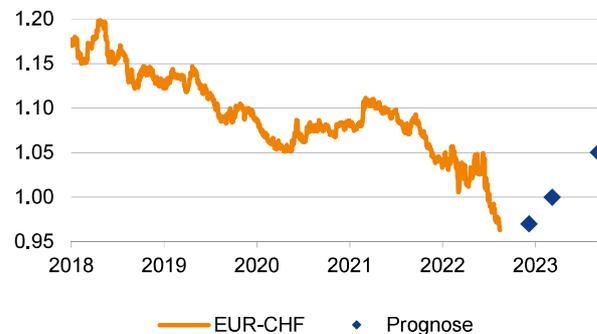
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

INFLATION UND DEFLATION IMMER EIN IMPORTIERTES THEMA KONSUMENTENPREISE NACH GUTERHERKUNFT, IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

FRANKEN KURZFRISTIG NOCH GEFRAGT, DANACH KORREKTUR EUR-CHF: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK RESEARCH



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Australien, Neuseeland: Straffung der Geldpolitik fest im Blick

Die neue australische Regierung muss sich dem wirtschaftlichen Gegenwind entgegenstemmen, der während des Wahlkampfes heruntergespielt wurde. Die Prognosen für das BIP-Wachstum in den Haushaltsjahren 2022-2023 und 2023-2024 wurden von 3,5% bzw. 2,5% auf 3% bzw. 2,0% gesenkt. Die Teuerungsrate wird wohl auf hohem Niveau bleiben: Die DZ BANK prognostiziert 5,8% im Jahr 2022 und 3,4% im Jahr 2023. Ein langsames Wachstum und eine höhere Inflation dürften den Spielraum der Regierung an der Ausgabenfront allerdings einengen. Aber zumindest der Arbeitsmarkt dürfte in guter Verfassung bleiben, da die Arbeitslosigkeit in diesem und im kommenden Jahr wieder unter 4% liegen dürfte.

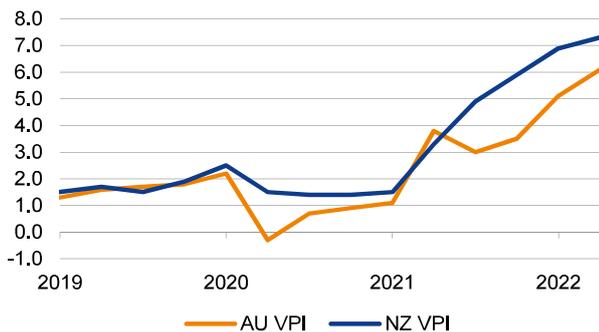
Für die australische Zentralbank (Reserve Bank of Australia) ist der geldpolitische Kurs bis auf weiteres klar vorgegeben – nämlich in Richtung Straffung. Die wichtigste Frage ist die des Tempos. Hier hat die RBA mit den letzten drei Zinserhöhungen um jeweils 50 Basispunkte (auf 1,85%) gezeigt, dass sie an ihrem Mandat zur Inflationsbekämpfung festhält. Der nächste Zinsschritt auf der Sitzung Anfang September wird vermutlich in der gleichen Größenordnung liegen. Damit möchte die RBA signalisieren, dass ihre Maßnahmen zur Straffung der Geldpolitik ausreichen werden, um die Inflation einzudämmen. Die Bank behält die Löhne und die Inflationserwartungen fest im Blick. Beide haben in den letzten Monaten einen Aufwärtstrend gezeigt. Trotzdem

Australiens Wirtschaftsleistung dürfte sich in den kommenden Monaten etwas verschlechtern

RBA wird Straffungen noch einige Zeit fortsetzen

dürfte sich das Tempo der Zinserhöhungen im letzten Quartal 2022 verlangsamen. Die Anpassung der Geldpolitik dürfte für die RBA in den letzten beiden Monaten des Jahres etwas einfacher werden, da die Statistiker der australischen Regierung ab Ende Oktober (zusätzlich zu den derzeitigen vierteljährlichen Berichten) auch monatliche Inflationsdaten vorlegen werden.

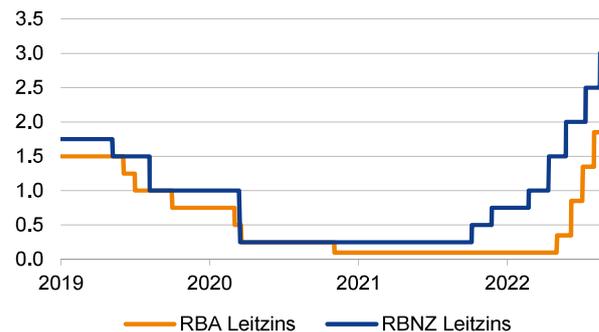
DIE INFLATION IST SOWOHL IN AUSTRALIEN ALS AUCH IN NEUSEELAND WEITER RASCH GESTIEGEN VPI GEGENÜBER VORJAHR IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

DIE RBNZ HAT FRÜHER MIT ZINSERHÖHUNGEN BEGONNEN UND DIESE 2022 BESCHLEUNIGT, ABER DIE RBA ZEIGT, DASS SIE NICHT UNTÄTIG IST

LEITZINSEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass sowohl die US-Notenbank als auch die EZB bis zum Jahresende eine restriktivere Geldpolitik verfolgen werden, dürfte sich der australische Dollar gegenüber dem US-Dollar und dem Euro eher seitwärts bewegen. Sollten sich die australischen Handelsbeziehungen mit China nach einer Phase, die alles andere als reibungslos verlief, verbessern, könnte der AUD etwas anziehen, doch ist dies auf kurze Sicht nicht zu erwarten.

Australischer Dollar: Seitwärtsbewegung gegenüber Euro und Greenback

In Neuseeland verdauen die Finanzmärkte die jüngste Zinserhöhung um 50 Basispunkte durch die Neuseeländische Notenbank (RBNZ). Damit ist der Leitzins auf 3% gestiegen, den höchsten Stand seit Juli 2015. Der Höhepunkt der Straffung im Jahr 2014 lag bei 3,5%, aber damals lag die Inflation nur knapp unter 2%. Nun gehen die Geldmarktteilnehmer davon aus, dass der Leitzins gegen Ende des ersten Quartals 2023 einen Höchststand von knapp 4% erreichen wird, was weniger als 25 Basispunkte über unserer Prognose von 3,75% für den Leitzins in 12 Monate liegt. Unserer Ansicht nach befindet sich die RBNZ damit näher am Ende ihres Zinserhöhungszyklus als am Anfang.

Die RBNZ erhöht den Leitzins um weitere 50 Basispunkte und erreicht damit ein Siebenjahreshoch

Was die Entwicklung an den Devisenmärkten betrifft, so hängt natürlich viel davon ab, wie sich der US-Dollar in den kommenden Monaten verhalten wird. Unsere Prognose einer geringfügigen Abwertung des USD gegenüber dem Euro dürfte EUR/NZD Raum geben, um etwas von dem in letzter Zeit verlorenen Boden wieder gutzumachen, während NZD/USD auf den mittleren 0,60 USD-Bereich beschränkt bleiben dürfte.

Ein Kursfeuerwerk des NZD an den Devisenbörsen ist in den kommenden Monaten eher unwahrscheinlich

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

Kanada: Bank of Canada zieht die Zinsbremse fest an

Wie in anderen großen Volkswirtschaften ist auch in Kanada die Inflation in die Höhe geschneit, was vor allem auf steigende Energie- und Lebensmittelpreise und Lieferkettenprobleme zurückzuführen ist. Die Jahresrate erreichte im Juli 7,6% und liegt damit leicht unter dem Niveau von Juni (8,1%), ist aber noch sehr hoch. Trotzdem hat sich die Wirtschaft bisher relativ gut gehalten. Die jüngsten monatlichen BIP-Daten vom Mai zeigten eine jährliche Wachstumsrate von 5,6%, und die Arbeitslosigkeit liegt auf einem Rekordtief von 4,9% (im Juli). Dennoch trüben sich die Aussichten ein, da sich der Einkaufsmanagerindex nach unten bewegt. Der Wohnungsmarkt und das Verbrauchervertrauen tendieren in die gleiche Richtung.

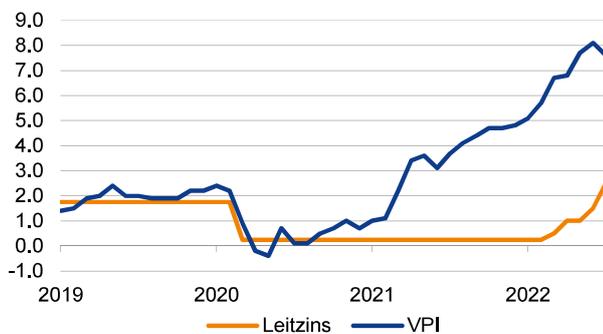
Die Bank of Canada hat ihren Zinserhöhungszyklus zwar erst im März begonnen, aber seitdem ist sie bestrebt, das Versäumte nachzuholen. Im April und Juni wurden die Zinssätze um jeweils 50 Basispunkte angehoben, und im Juli folgte eine weitere Erhöhung um sogar 100 Basispunkte - die erste einer großen Zentralbank im laufenden Zyklus. Offensichtlich nimmt die Bank of Canada ihr Mandat zur Inflationsbekämpfung ernst und versucht, die Straffung der Geldpolitik zu beschleunigen. Damit will sie vermutlich erreichen, dass die Inflationserwartungen (die in diesem Jahr merklich auf fast 5 % gestiegen sind) stärker gedrosselt werden, so dass der Höhepunkt des Zinszyklus nicht so hoch ausfällt, wie dies möglicherweise sonst der Fall gewesen wäre. Den Geldmarktbewertungen zufolge dürfte der Leitzins der BoC am Jahresende bei 3,50% liegen, was der Prognose der DZ Bank entspricht.

Die Inflation bei 7,6% ist noch sehr hoch

Konjunkturaussichten trüben sich allmählich ein

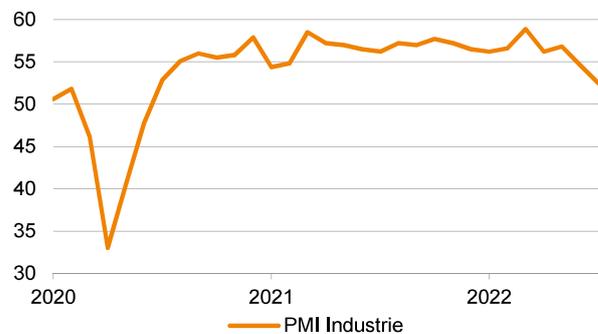
Die BoC hat den Zinserhöhungszyklus zwar später als einige andere Notenbanken eingeleitet, jedoch seit April eine aggressive Straffung vorgenommen

BANK OF CANADA WAGT 100 BASISPUNKTE SCHRITTE UM DIE INFLATION EINZUDÄMMEN
VERBRAUCHERPREISINDEX UND LEITZINS DER BANK OF CANADA IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

PMI INDIZIERT IMMER NOCH EIN WIRTSCHAFTLICHES WACHSTUM, TENDIERT NUN ABER NACH UNTEN
PMI (DIFFUSION) INDEXPUNKTE



Quelle: Bloomberg

Trotz der gestrafften Geldpolitik der Bank of Canada konnte der kanadische Dollar in den letzten Monaten weder gegenüber dem US-Dollar noch gegenüber dem Euro nennenswerte Zuwächse erzielen. Dies ist wohl zum Teil auf die Aussichten der drei Notenbanken für die geldpolitische Entwicklung und vermutlich auch auf den Rückgang des BoC-Rohstoffpreisindex von seinem Höchststand von 874 im Juni auf 720 am 10.08.22 zurückzuführen. Wie dem auch sei, der kanadische Dollar dürfte bis zum Jahresende in etwa auf dem derzeitigen Niveau verharren.

Trotz einer hawkishen BoC dürfte der kanadische Dollar bis zum Winter in etwa auf dem derzeitigen Niveau bleiben

Skandinavien: Notenbanken auf der Bremse

Die schwedische Wirtschaft hat sich nach einem schwachen Jahresbeginn erholt. Im ersten Quartal schrumpfte die Wirtschaft um revidierte 0,4%. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im zweiten Quartal um 1,4% im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten. Dennoch sind die Aussichten trübe, da Schweden wie viele andere Länder mit einer hohen Inflation und angestiegenen Zinssätzen konfrontiert ist, die die Wirtschaft voraussichtlich belasten werden. Die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen verschlechtert sich, und die Einzelhandelsumsätze haben sich stark verlangsamt, wie jüngste Daten zeigen. Die Stimmung der Haushalte war im Juli so schlecht wie noch nie seit Beginn der Messungen im Jahr 1996.

Am 11. September wählen die Schweden ein neues Parlament. In Umfragen liegen die Sozialdemokraten um Ministerpräsidentin Magdalena Andersson mit knapp 29% deutlich vorn, gefolgt von den bürgerlich-konservativen Moderaten mit gut 20% und den rechtsnationalen Schwedendemokraten mit knapp 18%. Die Sozialdemokraten dürften somit auf die Unterstützung durch andere Parteien wie Grüne, Linkspartei und Zentrumsparterie angewiesen sein, um entweder in einer Koalition oder wie derzeit als Minderheitsregierung zu regieren. Die Inflationsentwicklung bereitet den Riksbank-Vertretern zunehmend Sorge. Dies betrifft nicht nur den rapiden Anstieg der Teuerungsrate, sondern auch in welcher Weise sich die Preissteigerungen in der gesamten Wirtschaft ausgebreitet haben. Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex wurde im Juli mit 8,0% (J/J) festgestellt. Die Zentralbank strebt eine Inflation von 2% an. Laut dem jüngsten geldpolitischen Protokoll ist Schwedens Notenbank fest entschlossen zu verhindern, dass sich der Preisauftrieb in einer Lohn-Preis-Spirale festsetzt, und sicherzustellen, dass die Inflation zum Notenbank-Ziel zurückkehrt. Ihren Projektionen zufolge wird die Policy Rate, die derzeit bei 0,75% liegt, in diesem Jahr noch weiter angehoben und zu Beginn des nächsten Jahres bei knapp 2% liegen.

Die Krone konnte zunächst von den scharfen Zins- und Renditeanstiegen am schwedischen Geld- und Rentenmarkt sowie der restriktiveren Ausrichtung der Geldpolitik profitieren. Hohe Inflationsraten bei einem relativ niedrigen Renditeniveau werden aber zunehmend zu einem Belastungsfaktor für die Krone. Zumal deutliche Leitzinsanhebungen das Risiko eines wirtschaftlichen Abschwungs erhöhen. Da der schwedische Währungsraum anfällig ist für eine hohe Risikoaversion, dürfte sich die Krone mit einer Erholung gegenüber dem Euro vorerst schwertun. Bei der schwedischen Währung sollte das aktuell erreichte Wechselkursniveau um die Marke von 10,40 EUR/SEK in etwa auch auf Jahressicht Bestand haben.

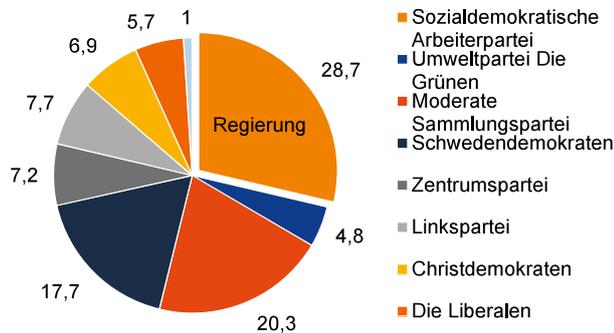
Hohe Inflation und angestiegene Zinsen belasten die Wirtschaft

Regierende Sozialdemokraten führen die Wahlumfragen für die am 11. September 2022 anstehende Parlamentswahl an

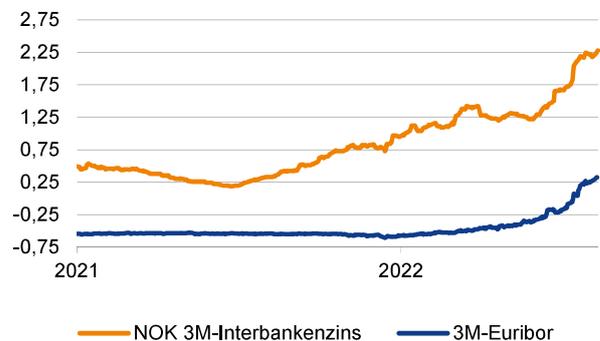
Inflation bei 8,5% (CPI J/J) und 8,0% (CPIF J/J) deutlich über dem Notenbankziel von 2%

Weitere Leitzinsanhebungen stehen bevor

Hohe Inflationsraten bei einem niedrigen Renditeniveau werden zunehmend zu einem Belastungsfaktor für die Krone

SCHWEDEN: SOZIALDEMOKRATEN FÜHREN DIE UMFRAGEN AN IN PROZENT


Quelle: Demoskop

NORWEGEN: DEUTLICHER ZINSVORTEIL ZUGUNSTEN DER KRONE IN PROZENT


Quelle: Refinitiv

Die norwegische Wirtschaft ist im vergangenen Jahr mit 4,0% so stark gewachsen wie seit 2007 nicht mehr. Etwas gedämpfter sollte die Konjunkturentwicklung in diesem Jahr verlaufen. Im ersten Quartal gab die Wirtschaftsleistung Norwegens bereits um 1,0% gegenüber dem Vorquartal nach. Die hohe Inflation, erneute Angebotsengpässe und steigende Zinsen dürften die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr belasten und den Anstieg des BIP auf 1,8% (J/J) drosseln. Die Arbeitslosenrate liegt im Juli bei 1,7% und damit auf einem sehr niedrigen Stand. Aufgrund des angespannten Arbeitsmarktes sollte es zu Aufwärtsdruck bei den Löhnen kommen. Die Lebensmittelpreise stiegen im Juli sprunghaft an und trieben die norwegische Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, von 3,6% im Juni auf 4,5% im Jahresvergleich. Der Preisanstieg ist damit weitaus höher ausgefallen, als dies die Norges Bank in ihrem geldpolitischen Bericht vom Juni angenommen hatte und zeigt, dass der Preisdruck in der Wirtschaft stärker und breiter angelegt ist als von ihr angenommen. Damit wäre das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ zunehmend gefährdet. Nach drei Leitzinsschritten von je 25 Basispunkten hatte die Norges Bank die Märkte auf der Juni-Sitzung mit einer Zinserhöhung um 50 Basispunkte überrascht. Am 18. August wurde der Leitzins erneut um 50 Basispunkte angehoben und weitere Anhebungen sind wahrscheinlich. Da sich die Finanzierungsbedingungen damit verschärfen, könnte dies schnell zu einem Wachstumshemmnis werden. Wir senken daher unsere Wachstumsprognose für 2023 auf 1,9%.

Angespannter Arbeitsmarkt, Inflation legt merklich zu

Die Norges Bank hat den Leitzins bereits um 175 Basispunkte angehoben – weitere Anhebungen dürften folgen

Die norwegische Krone profitierte zu Beginn des Ukrainekrieges deutlich von hohen Öl- und Gaspreisen, dies endete aber Mitte April. Seither ist dieser Effekt nur noch gering. Die deutlich gestiegene Risikoaversion führte dagegen zu Abgabedruck vor allem bei kleineren Währungsräumen, die nicht als sicherer Währungshafen gelten. Dieser Entwicklung konnte sich auch die Krone nicht entziehen. Bei dem für die norwegische Krone recht wichtigen Verlauf des Rohölpreises gehen wir auf Jahresfrist von einem moderaten Rückgang auf 95 USD pro Barrel aus. Damit sollte die Krone auch weiterhin von recht hohen Rohölpreisen, der zunehmend restriktiveren Ausrichtung der Norges Bank sowie attraktiven Spreads bei Geld- und Kapitalmarktzinsen profitieren. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld bestehen bleiben.

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

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Inflationssorgen vs. Rezessionsrisiken

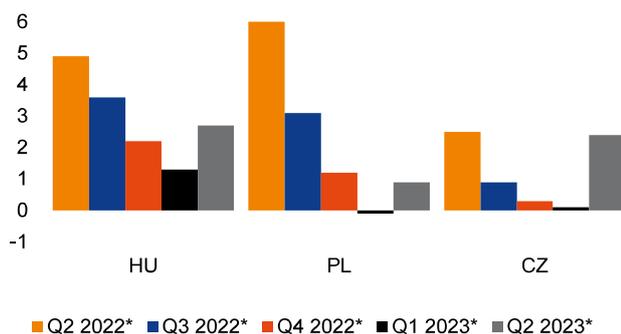
Die anhaltende Energieunsicherheit sowie die sich weiter eingetrübten konjunkturellen Perspektiven lassen sowohl den polnischen Zloty als auch den ungarischen Forint weiterhin zurückhaltend agieren. Unserer Einschätzung zufolge dürfte sich an dieser Großwetterlage in der nächsten Zeit wenig ändern, so dass beide Währungen auch in den Herbst hinein in Deckung bleiben sollten. Dass sich die tschechische Krone hingegen auch nach dem Ende des Leitzinserhöhungszyklus weiterhin wacker schlägt, dürfte nach wie vor dem (glaubwürdigen) Bekenntnis der dortigen Notenbank, weiterhin am FX-Markt zugunsten der Krone intervenieren zu wollen, geschuldet sein.

Wenngleich die wirtschaftliche Dynamik in den CE3-Staaten in den kommenden Quartalen deutlich nachlassen und damit die Rezessionsorgen präsent bleiben sollten, so gibt es jedoch erste vorsichtige Hoffnungsschimmer an der Inflationsfront. Anlass hierzu boten zuletzt die CPI-Zahlen für Juli sowohl aus Tschechien als auch aus Polen. Gemein ist beiden, dass die dortigen Inflationsraten zuletzt weniger stark als marktseitig erwartet angestiegen sind. In Polen verharrte die Teuerung im Jahresvergleich mit 15,5% sogar auf ihrem Vormonatsniveau. Sollten sich die Inflationsraten allmählich ihrem Höhepunkt annähern, bzw. diesen bereits erreicht haben, dürfte dies auch bei den dortigen Notenbanken angesichts der erwarteten spürbaren konjunkturellen Eintrübung für Erleichterung sorgen. Marktseitig wird mit Blick auf Tschechien und Ungarn davon ausgegangen, dass die dortigen Inflationsraten in den kommenden Quartalen wieder etwas niedriger ausfallen sollten. Was Polen betrifft, so dürfte die Teuerung im Jahresvergleich hingegen zunächst noch weiter im Bereich ihrer aktuellen Niveaus verharren, jedoch unter dem Strich ebenfalls nicht mehr weiter ansteigen.

Energieunsicherheit und konjunkturelle Risiken im Fokus

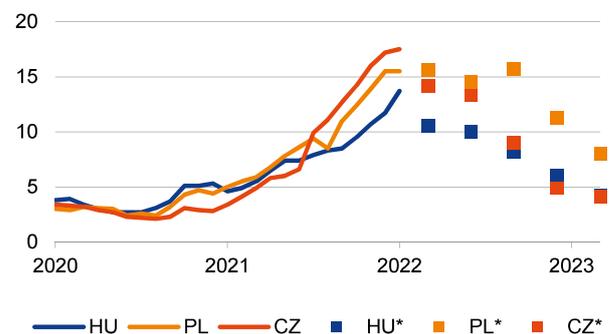
Hat die Inflation ihren Höhepunkt erreicht?

KONJUNKTURELLE TALSOHLE ZUM JAHRESWECHSEL ERWARTET
NATIONALES BIP, IN %, J/J, * MARKTERWARTUNGEN GEMÄß BLOOMBERG-UMFRAGE



Quelle: Bloomberg

INFLATION DÜRFTE SICH ALLMÄHLICH AUFHELLEN
NATIONALE CPI-WERTE, IN %, J/J, * MARKTERWARTUNGEN GEMÄß BLOOMBERG-UMFRAGE (QUARTALSWERTE)



Quelle: Bloomberg

Nachdem bereits die tschechische Zentralbank bei ihrer letzten Sitzung die Leitzinsen unverändert bei 7% belassen und damit den Leitzinserhöhungszyklus als beendet erklärt haben dürfte, rücken in den kommenden Wochen nun die geldpolitischen Entscheidungen bzw. Ausblicke ihrer Amtskollegen aus Budapest (30. August) und Warschau (7. September) in den Fokus. Interessant dürfte hierbei sein, ob sich auch bei ihnen die Sorgen gemehrt haben, wonach die jüngsten deutlichen geldpolitischen

Lösen Rezessionsängste die Inflationsorgen bei den Notenbanken ab?

Straffungen die dortigen Volkswirtschaften übermäßig belasten könnten. Dass sich Rezessionsorgen vermehrt in den geldpolitischen Vordergrund drängen, sollte unserer Ansicht nach bei der polnischen Notenbank besonders deutlich werden. So schloss doch der dortige Notenbankchef Glapinski bereits bei der letzten Zinssitzung nicht aus, dass Polen in eine technische Rezession rutschen könnte. In diesem Zusammenhang machte er auch deutlich, dass der polnische Leitzinserhöhungszyklus seiner Ansicht nach bald an seinem Ende ankommen werde. Anders sieht es hingegen bei der ungarischen Zentralbank aus, welche weiterhin maßgeblich die Inflationbekämpfung und in diesem Zusammenhang auch den überaus schwachen Forint im Blick hat und die Zinszügel auf kurze Sicht noch spürbar straffen sollte.

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

Türkei & Südafrika: Wachstumsumfeld wird schwieriger

Um die türkische Lira ist es in der letzten Zeit vergleichsweise still geworden. Dies bedeutet jedoch keineswegs, dass sich die Perspektiven für die dortige Landeswährung aufgehellt haben. Im Gegenteil. So stieg die türkische Inflation zuletzt weiter auf nun 79,6% (J/J) und auch die dortigen Einkaufsmanager für das Verarbeitende Gewerbe blicken immer skeptischer in die Zukunft. Belastend wirken hier die eingetrübte inländische Nachfrage, die große konjunkturelle Unsicherheit sowie der steigende Kostendruck. Dass die türkische Wirtschaft nach ihrem dynamischen Start in das Jahr 2022 bereits im zweiten Quartal einen Gang zurückgeschaltet haben sollte, dürften bereits die am 31. August zur Bekanntgabe anstehenden Wachstumswahlen deutlich machen. So wird hier marktseitig mit einem im Vergleich zum Vorquartal schwächeren, aber letztendlich immer noch soliden, BIP-Plus in Höhe von 5,0% (J/J) gerechnet. Positiv ist in diesem Zusammenhang die kräftige Erholung des für die türkische Wirtschaft so wichtigen internationalen Tourismus zu nennen. Gegen Ende des Jahres sollte dann allerdings eine weiter abnehmende konjunkturelle Dynamik einkalkuliert werden. Neben der eben angesprochenen deutlichen Eintrübung des Industrieklimas trägt auch das überaus schlechte Sentiment der türkischen Verbraucher (Stichwort: realer Einkommens-/Kaufkraftverlust) zu dem verhaltenen konjunkturellen Ausblick bei.

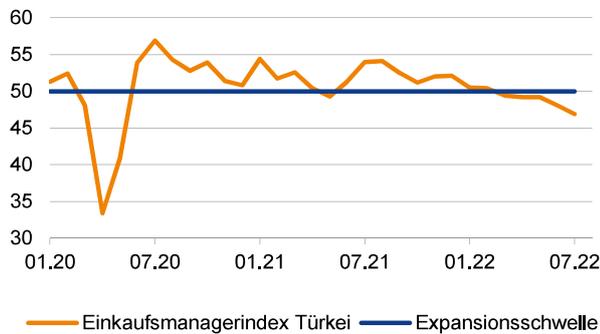
Alles in allem rechnen wir 2022 mit einem Wachstum der türkischen Wirtschaft in Höhe von 3,7%, welches sich dann im kommenden Jahr weiter spürbar auf dann magere 1,4% abschwächen sollte. Für Staatspräsident Erdogan, der bei den Präsidentschaftswahlen im kommenden Sommer um seine Wiederwahl bemüht ist, dürften dies wahrlich keine erfreulichen Aussichten sein. Daher verwundert es auch nicht, dass er versucht, die heimische Wirtschaft wieder auf Spur zu bringen. In diesem Zusammenhang ist das Land derzeit dabei, das russische Zahlungssystem „Mir“ einzuführen. Damit soll der Türkei-Urlaub für russische Bürger, welche 2021 die größte Gruppe an Auslandstouristen stellten, attraktiver gemacht und damit der internationale Tourismus weiter angekurbelt werden. So würde die Einführung des russischen Zahlungssystems es den russischen Urlaubern ermöglichen, in der Türkei einfacher Kreditkarten oder Geldautomaten zu benutzen, sind doch russische Banken aufgrund der Sanktionen des Westens gegen das Land weitgehend vom internationalen Zahlungssystem „Swift“ ausgeschlossen. Angesichts dessen, dass die Türkei jedoch ein NATO-Mitgliedsland ist, bleibt bei den grundsätzlich durchaus nachvollziehbaren ökonomischen Bemühungen des dortigen Staatsoberhauptes ein schaler Beigeschmack zurück.

Türkische BIP-Zahlen für Q2 im Blick

Staatspräsident Erdogan um Wiederwahl bemüht

TÜRKEI: DIE STIMMUNG HAT SICH MERKLICH EINGETRÜBT

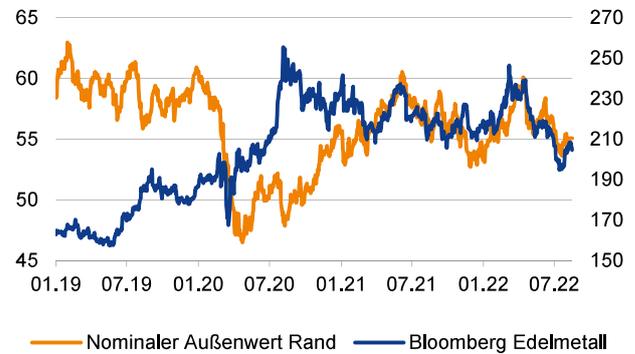
EINKAUFSMANAGERINDEX VERARBEITENDES GEWERBE, IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

RAND HÄNGT DERZEIT AN DEN EDELMETALLEN

LS: AUßENWERT BIZ; RS: ROHSTOFFPREISINDEX



Quelle: Bloomberg; BIZ

Nach einem starken ersten Quartal mit einem BIP-Plus von 1,9% (Q/Q) dürfte das zweite Quartal in Südafrika erheblich schwächer ausgefallen sein. Vor allem die häufigen Stromausfälle belasteten in den letzten Monaten wieder einmal die Produktion. Der spürbare Rücksetzer bei der Produktion im verarbeitenden Gewerbe (-5,5% Q/Q) und im Bergbau (-3,3% Q/Q) deutet bereits auf ein trübes zweites Quartal hin, das auch von Sonderfaktoren belastet wurde. Der staatliche Stromanbieter Eskom schafft es seit Jahren nicht, für eine stabile und ausreichende Versorgung zu sorgen. Die Regierung unter Präsident Ramaphosa will nun eine stärkere Beteiligung des privaten Sektors ermöglichen. Dabei soll unter anderem die bestehende Grenze von 100 MW je Anlage für private Stromerzeuger aufgehoben werden. Diese war erst vor wenigen Monaten von zuvor 1 MW angehoben worden. Dies ermöglicht vor allem der Industrie und Bergbauunternehmen verstärkt für eigene Bedürfnisse Strom zu erzeugen. Den Kommunen wurde zudem erlaubt, Strom auf dem freien Markt einzukaufen. Nicht nur im Bereich der erneuerbaren Energien könnte dies neue Investitionen auslösen. Bisher fehlen allerdings noch attraktive Konditionen, zu denen selbst erzeugter Strom wieder in die Netze eingespeist werden kann. Mit seinen marktfreundlichen Reformvorhaben muss sich Präsident Ramaphosa aber im ANC durchsetzen, in dem es jedoch noch nennenswerte Widerstände gibt.

Südafrikas Präsident mit ehrgeizigen Vorhaben

Die Geldpolitik muss sich in Südafrika wie auch anderswo mit steigenden Inflationsraten herumschlagen, wobei hier dämpfende Maßnahmen dazu geführt haben, dass sich der Schub bei vielen Rohstoffen erst mit Verzögerung auf den Verbraucherstufe bemerkbar macht. Dies ermöglichte der South African Reserve Bank, mit ihren Zinserhöhungen zunächst etwas langsamer zu beginnen, zuletzt griff sie jedoch zu einem 75 Bp Schritt und hat damit ihren Straffungskurs merklich beschleunigt. Dies deutet auch für die kommenden Sitzungen auf einen deutlicheren Zinsanstieg hin als bisher vermutet. Damit ist die Geldpolitik zwar ein grundsätzlich unterstützender Faktor für den Rand, dominiert wird die Währungsentwicklung jedoch weiterhin von den Preisen bei den wichtigen Rohstoffen. Insbesondere die Edelmetalle gaben in den letzten Monaten weitgehend die Richtung für den Rand vor, ein Zusammenhang, der aber nicht dauerhaft bestehen bleiben sollte.

SARB strafft früher und stärker

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

China: Inflation weiterhin kein Thema

Während der Kampf gegen die ausufernde Inflation fast überall auf der Welt zu den dominierenden wirtschaftspolitischen Themen gehört, dreht sich in China alles um den Balanceakt zwischen strikter Null-Covid-Politik und der Vermeidung übermäßiger Wachstumseinbußen. Die Gefahr steigender Preise wird dabei nicht etwa fahrlässig von Peking ignoriert, sie existiert tatsächlich nicht. Der Trend bei den Verbraucherpreisen zeigt leicht nach oben, und auch wenn der Juli-Wert von 2,7% (J/J) ein Zwei-Jahreshoch bedeutet, liegt die Inflation damit noch immer klar unter dem geldpolitischen Inflationsziel von 3%. Ermutigend ist auch die Preisentwicklung auf den Vorstufen. Die Produzentenpreise haben sich zuletzt nur noch um 4,2% (J/J) erhöht, verglichen mit 13,5% im letzten Herbst eine deutliche Entspannung.

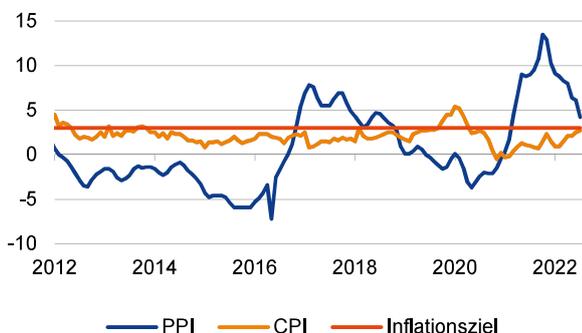
Dieses Inflationsumfeld gibt der chinesischen Notenbank die weltweit seltene Chance zur Zinssenkung. Die 10 Basispunkte beim MLF-Satz von Anfang der Woche klingen nicht nach viel, sind aber im globalen, von Zinserhöhungen geprägten Vergleich dann doch eine deutliche Ansage. Mehr als Symbolpolitik versteckt sich dahinter jedoch nicht. Nicht nur, dass der Zinsschritt für einen echten realwirtschaftlichen Impuls zu klein war; insgesamt sind die Probleme, die auf Konsumklima und Investitionsneigung drücken, viel zu gravierend, um geldpolitisch gelöst zu werden. Die auch weiterhin strikte Null-Covid-Politik verunsichert die Verbraucher, und die Turbulenzen bei inzwischen mehreren Immobilienentwicklern lässt vor Wohnungskäufen zurückschrecken. Diese Art der Unsicherheit lässt sich auch nicht durch die Aussicht auf günstigere Kreditkonditionen lindern. Um so bemerkenswerter ist die Widerstandsfähigkeit des Yuan. Weder der fragile Konjunkturausblick noch die expansive Geldpolitik scheinen den Yuan nachhaltig zu irritieren. Ganz im Gegenteil trotz er sogar der globalen USD-Stärke, und USD-CNY oszilliert seit Mai in einer engen Spanne zwischen 6,63 CNY und 6,81 CNY. Das mag fundamental nicht überzeugen, ist aber klarer Ausdruck des politischen Willens in Peking, keine neue Quelle der Unsicherheit durch erratische Währungsschwankungen zuzulassen.

Konsumentenpreise trotz leichtem Anstieg unter Kontrolle

Spielraum für Zinssenkung: nicht mehr als Symbolpolitik, die Kern des Problems nicht erreicht

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

INFLATION AUF 2J-HOCH - DRUCK BEI ERZEUGERPREISEN NIMMT AB
KONSUMENTEN- UND PRODUZENTENPREISE, IN % J/J



Quelle: Refinitiv

YUAN ÜBERZEUGT MIT STABILITÄT - TROTZ GLOBALER USD-STÄRKE
USD-INDEX (L.S.) UND USD-CNY (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Brasilien & Mexiko: Geldpolitisch gut ein halbes Jahr getrennt

Die Banco Central do Brasil hat zuletzt wie erwartet geliefert und ihren Leitzins erneut um 50 Bp auf nunmehr 13,75% angehoben. In ihrer Stellungnahme schreibt sie

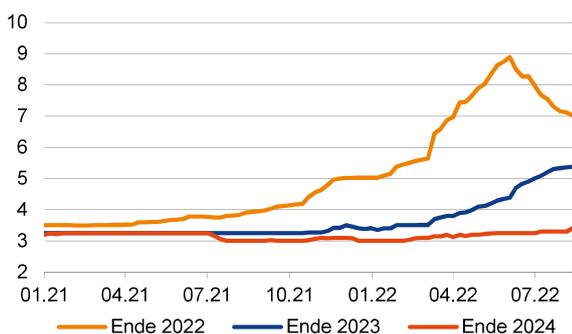
Geringere Wachstumsdynamik zeichnet sich in Brasilien ab

allerdings, dass sie bei ihrer nächsten Sitzung im September darüber entscheiden müsse, ob noch ein kleinerer finaler Zinsschritt erforderlich sei. Die runde Zahl 14% übt zwar einen gewissen Reiz aus, bis September dürften die Preiszahlen aufgrund der verschiedenen eingeleiteten Maßnahmen aber merklich gesunken sein, so dass eine weitere Zinserhöhung wohl nicht erforderlich ist. Hierfür spricht auch, dass die Notenbank bei der Beurteilung der Geldpolitik von einer Betrachtung der Inflations-erwartung für 2023 auf das erste Quartal 2024 übergeschwenkt ist. Die Preiszahlen bis 2023 dürften jedoch von den eingeleiteten und dann auf Jahressicht wieder auslaufenden verschiedenen Maßnahmen der Regierung geprägt sein, so dass eine Betrachtung für 2024 sinnvoll erscheint. Im Juli zeigte sich die deutliche Wirkung der Maßnahmen, und die Verbraucherpreise gingen im Monatsvergleich um 0,7% zurück, dem größten Minus seit Beginn der Zeitreihe 1980. Die Jahresrate fiel damit von 11,9% auf 10,1%. Für den August zeichnet sich aufgrund bereits eingeleiteter Preissenkungen bei Treibstoffen eine weitere Entspannung ab. Da sich die preis-dämpfenden Maßnahmen vor allem auf Energieprodukte beschränken, ging es bei den verschiedenen von der Notenbank betrachteten Inflationsindikatoren im Monatsvergleich zwar weiter nach oben, aber hier hat sich immerhin der Preisanstieg im Vorjahresvergleich nicht weiter beschleunigt. Die Hoffnung ist, dass angesichts der niedrigeren Energiepreise auch die Notwendigkeit von Preisüberwälzungen nachlässt. Der Geldpolitik bzw. dem Wirksamwerden der bisherigen Maßnahmen wird damit mehr Zeit verschafft. Nach Zinserhöhungen um insgesamt 11,75%-Punkte seit März 2021 ist die Politik der Notenbank inzwischen deutlich bremsend. Nachdem das BIP im ersten Quartal spürbar um 1,0% (Q/Q) zulegen konnte, hat sich die Dynamik gemäß dem monatlichen Indikator der Notenbank im zweiten Quartal halbiert. Die Einkaufsmanagerindizes bewegen sich allerdings trotz des jüngsten kräftigen Rücksetzers des Dienstleistungsindex noch deutlich oberhalb der Expansions-schwelle, so dass die Konjunktursorgen nicht Überhand gewinnen sollten.

Bestimmendes Thema der nächsten Wochen sind aber die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen im Oktober, bei denen der Herausforderer, ex-Präsident Lula da Silva in den Umfragen stabil vor Amtsinhaber Bolsonaro liegt. An den Optionsmärkten ist für die Zeit um den Wahltermin eine merklich erhöhte Volatilität beim Kurs des Real eingepreist. Angesichts diverser Fragezeichen hinter der künftigen Politik in Brasilien und ob Präsident Bolsonaro eine Wahlniederlage akzeptieren würde, erscheint dies auch angebracht.

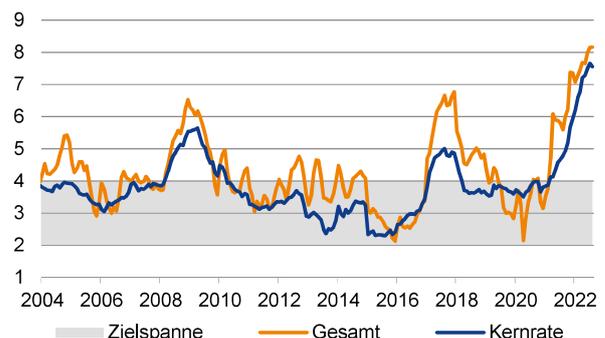
Real im Wahlkampfmodus

PREISDÄMPFENDE MAßNAHMEN BESTIMMEN DIE INFLATIONSERWARTUNGEN
UMFRAGE, ERWARTETE INFLATIONSRATE IN % J/J



Quelle: Bloomberg

PREISAUFTRIEB MACHT DER BANCO DE MÉXICO SORGEN
IN % J/J



Quelle: Bloomberg; Banco de México

Die Banco de México hat die Zielmarke für Tagesgeld um weitere 75 Bp auf 8,5% angehoben, dem höchsten Niveau, seit diese Größe als Leitzins dient (2008). Allerdings ist auch die Inflationsrate weiter gestiegen und hat im Juli 8,2 % (J/J) erreicht. Hier muss man noch länger in die Vergangenheit zurückschauen, um im Jahr 2000 einen höheren Preisaufrtrieb zu entdecken. Mit 7,7% (J/J) blieb die Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel zudem nur wenig hinter der Gesamtrate zurück und zeigt den hohen Preisaufrtrieb. Finanzminister Ramirez de la O schätzte zuletzt, dass die verschiedenen Maßnahmen der Regierung die Inflationsrate um etwa 2,6 %-Punkte gedämpft haben. Zu diesen Maßnahmen gehört vor allem eine variable Komponente bei Kraftstoffen, die die inländischen Preise von den Schwankungen am Weltmarkt isoliert. Zeitweise führte dies sogar zu einer Subventionierung der Benzinpreise. Eine Entspannung am Rohölmarkt schlägt damit aber auch nicht zügig bei den mexikanischen Verbraucherpreisen durch.

Preisaufrtrieb in Mexiko viel zu hoch

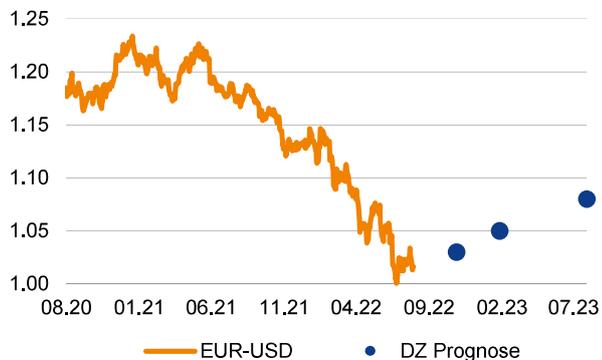
Vor diesem Hintergrund haben sich die Inflationserwartungen in den letzten Monaten stetig eingetrübt, und eine Rückkehr des Preisaufrtriebs in die Zielspanne der Notenbank von 2% bis 4% (J/J) bis zum Ende kommenden Jahres wird von Marktbeobachtern für immer unwahrscheinlicher gehalten. Die Banco de México selbst ist hier noch deutlich optimistischer und vermutet für das Schlussquartal 2023 weiterhin nur eine Inflationsrate von 3,2% (J/J). So ganz können wir diesem Optimismus zwar nicht teilen, mit einer konsequenten Fortführung des jüngsten Zinserhöhungskurses ist aber auch vieles möglich. Die scharfen Zinserhöhungen der Fed sind derzeit sehr hilfreich, so dass lediglich den US-Schritten gefolgt werden muss. Anfang kommenden Jahres ist sogar ein zweistelliger Leitzins möglich. Spätestens dann sollte die Geldpolitik ausreichend bremsen, um den Preisaufrtrieb spürbar zu bändigen. Der Peso sollte durch die Zinspolitik unterstützt werden. Eine nachhaltige Aufwertung ist dabei zwar nicht zu erwarten, die mit einem wahrscheinlicher werdenden Rutsch der US-Wirtschaft in eine Rezession verbundenen Unsicherheiten könnten aber ohne größere Blessuren für den Peso vorübergehen.

Mexikanische Geldpolitik wird restriktiv

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

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



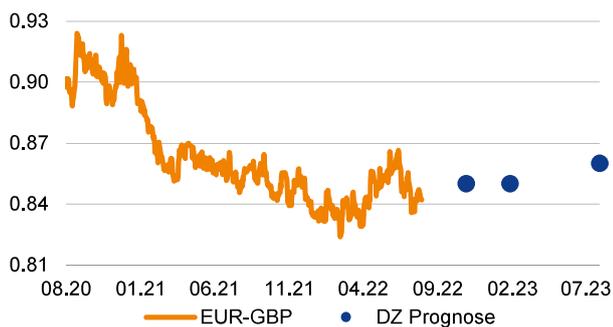
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



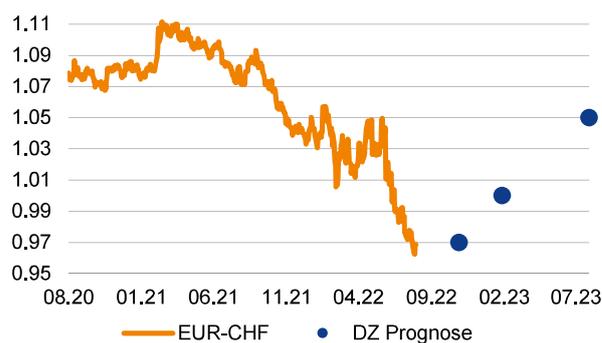
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



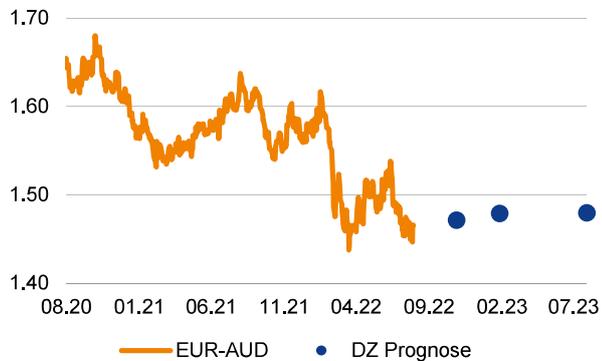
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



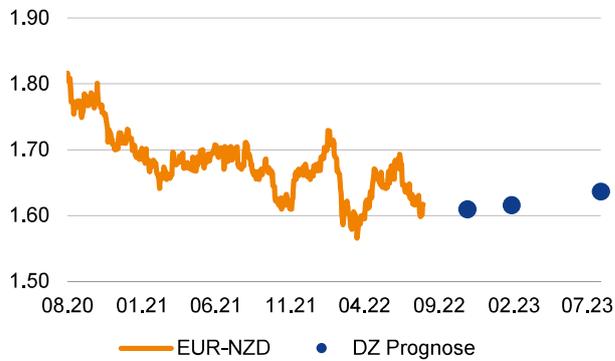
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



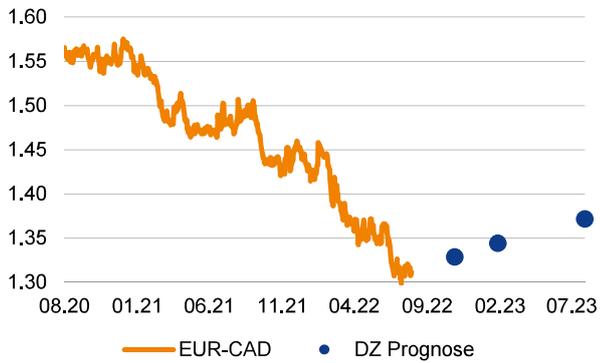
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



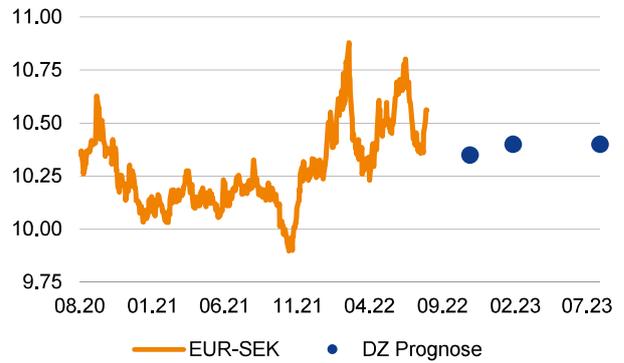
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



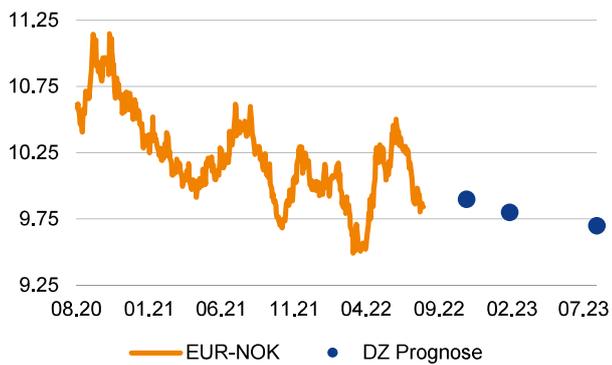
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



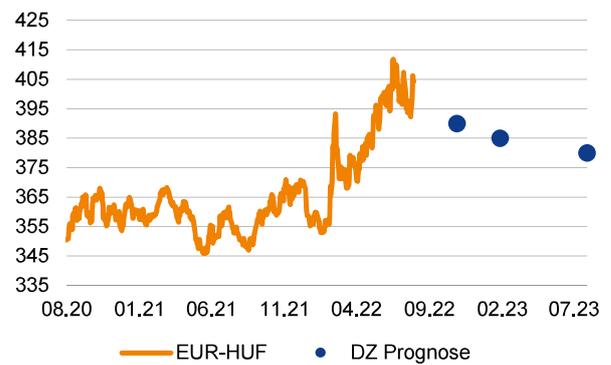
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



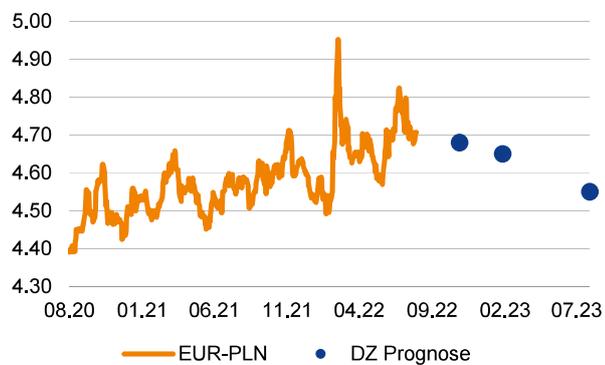
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



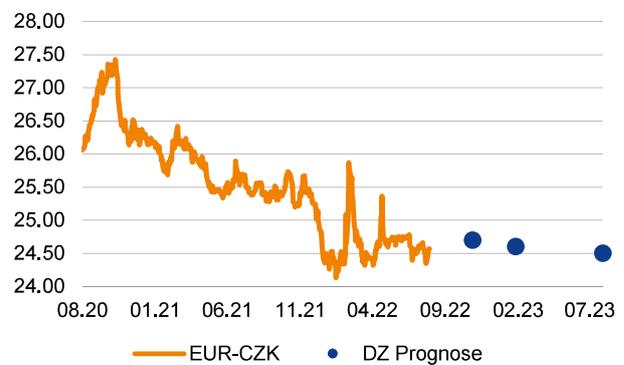
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



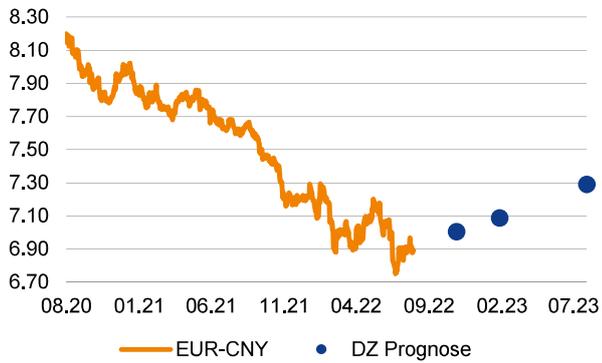
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



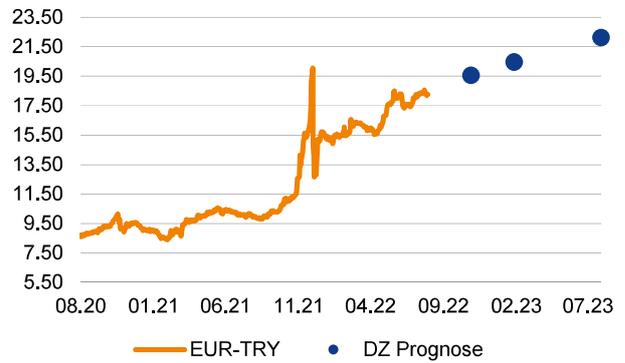
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



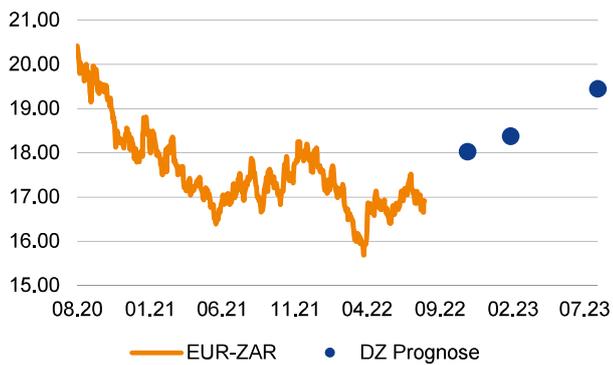
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



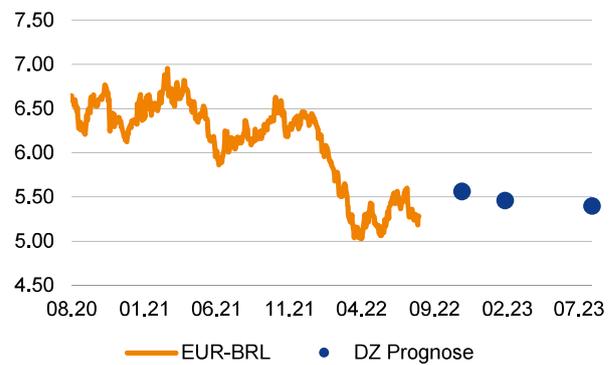
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



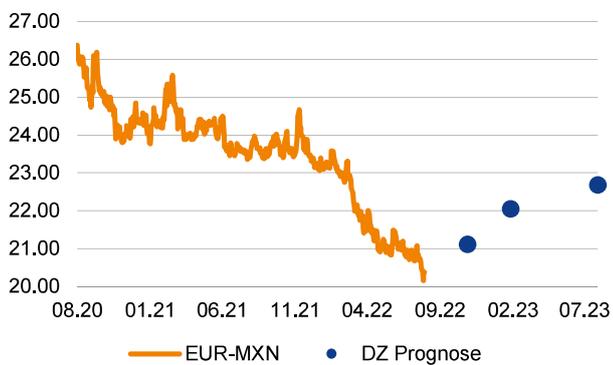
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

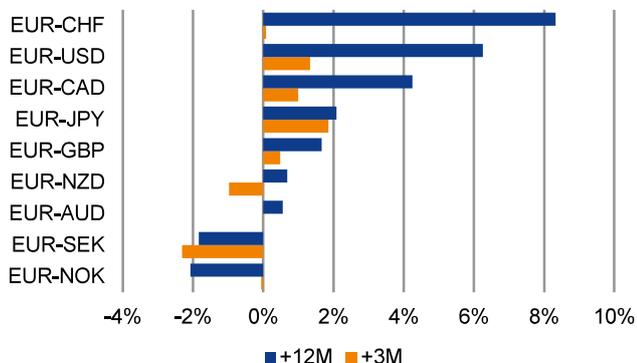
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

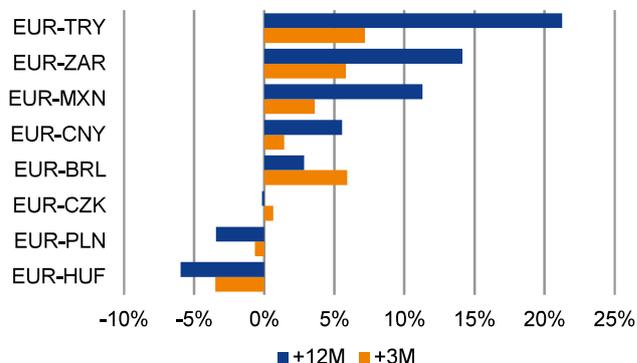
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.0182	1.03	1.05	1.08
EUR/GBP	0.8448	0.85	0.85	0.86
EUR/JPY	137.49	140	140	140
EUR/CHF	0.9688	0.97	1.00	1.05
EUR/AUD	1.4674	1.47	1.48	1.48
EUR/NZD	1.6211	1.61	1.62	1.64
EUR/CAD	1.3146	1.33	1.34	1.37
EUR/NOK	9.88	9.90	9.80	9.70
EUR/SEK	10.57	10.4	10.4	10.4
EUR/PLN	4.7023	4.68	4.65	4.55
EUR/CZK	24.53	24.7	24.6	24.5
EUR/HUF	403.7	390	385	380
EUR/TRY	18.27	19.6	20.5	22.1
EUR/ZAR	16.96	18.0	18.4	19.4
EUR/CNY	6.8952	7.00	7.09	7.29
EUR/BRL	5.2593	5.56	5.46	5.40
EUR/MXN	20.33	21.1	22.1	22.7

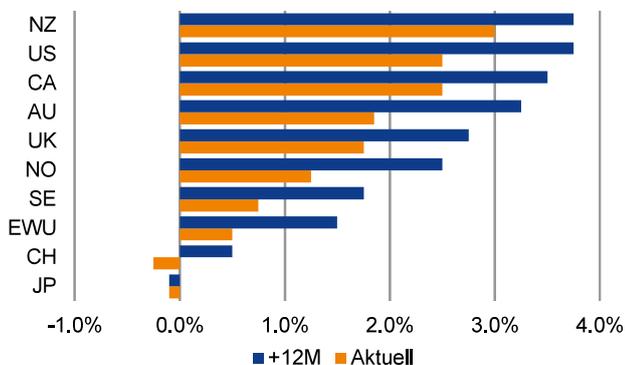
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0182	1.03	1.05	1.08
GBP/USD	1.2052	1.21	1.24	1.26
USD/JPY	135.04	136	133	130
USD/CHF	0.9515	0.94	0.95	0.97
AUD/USD	0.6939	0.70	0.71	0.73
NZD/USD	0.6281	0.64	0.65	0.66
USD/CAD	1.2911	1.29	1.28	1.27
USD/NOK	9.71	9.61	9.33	8.98
USD/SEK	10.38	10.0	9.9	9.6
USD/PLN	4.6185	4.54	4.43	4.21
USD/CZK	24.10	24.0	23.4	22.7
USD/HUF	396.5	379	367	352
USD/TRY	17.94	19.0	19.5	20.5
USD/ZAR	16.66	17.5	17.5	18.0
USD/CNY	6.7722	6.80	6.75	6.75
USD/BRL	5.1655	5.40	5.20	5.00
USD/MXN	19.97	20.5	21.0	21.0

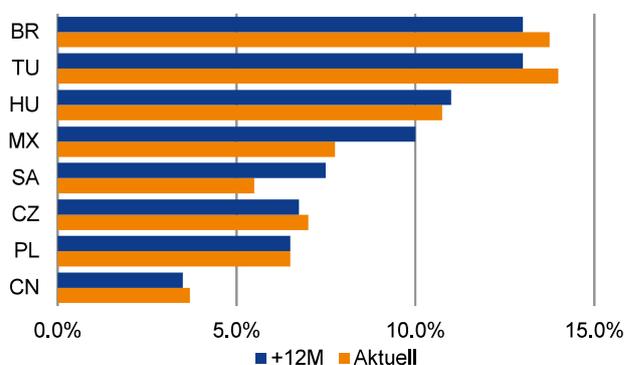
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINS-PROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINS-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.3	2.2	1.0	5.4	4.0	1.0	-0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	2.6	7.8	4.5	6.1	8.0	8.7	8.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-4.3	-3.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.2	3.5	3.2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.7	1.5	1.0	3.5	1.6	1.4	-0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	4.7	8.4	4.1	8.0	8.6	8.8	8.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-11.8	-5.2	-5.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.7	-3.8	-3.1				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.7	1.6	1.4	0.4	2.0	2.0	1.8
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.2	2	1.1	0.9	2.5	2.5	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.7	-7.1	-4.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.8	2.8	2.8				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.4	3.3	0.6	8.7	2.6	1.9	0.5
Inflation (in % gg. Vj.)	2.6	9.0	6.0	6.2	9.2	9.8	10.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.1	-4.0	-3.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.6	-3.6	-3.0				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.7	2.3	1.5	4.5	2.5	1.0	1.2
Inflation (in % gg. Vj.)	0.6	2.9	1.8	2.1	3.0	3.3	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.5	-0.5	1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9.0	9.0	9.0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.8	3.8	2.5	3.4	3.5	5.8	2.6
Inflation (in % gg. Vj.)	2.8	6.2	3.6	5.2	6.2	6.8	6.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.5	-0.6	-1.9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.5	1.5	-0.1				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.1	2.6	3.5	0.4	0.0	5.8	4.2
Inflation (in % gg. Vj.)	3.9	6.5	2.8	6.9	7.2	6.2	5.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.7	-2.7	-1.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5.6	-7.8	-4.0				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.5	3.3	1.5	2.9	4.7	3.7	2.1
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	6.7	2.8	5.8	7.5	7.4	6.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.7	-2.2	-2.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.1	1.6	1.1				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.9	2.0	1.6	3.1	3.2	1.4	0.4
Inflation (in % gg. Vj.)	2.2	6.5	2.9	4.7	7.1	7.7	6.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.1	-0.9	-0.7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.3	4.1	4.4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.0	1.8	1.9	3.7	3.7	0.0	-0.1
Inflation (in % gg. Vj.)	3.5	5.5	1.8	3.8	5.8	6.9	5.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	1.7	0.1	1.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14.2	10.5	6.6				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.1	5.4	1.4
Inflation (in % gg. Vj.)	5.1	10.4	7.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.8	-6.3	-3.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.8	-9.2	-7.6
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.9	5.7	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	5.2	13.6	10.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.7	-3.1	-4.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.7	-6.4	-5.4
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.5	2.1	0.2
Inflation (in % gg. Vj.)	3.8	13.6	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.9	-6.1	-4.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.8	-1.6	-1.9
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	11.0	3.7	1.4
Inflation (in % gg. Vj.)	19.6	74.0	33.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.3	-1.7	-2.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.8	-7.7	-2.6
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.9	2.0	1.3
Inflation (in % gg. Vj.)	4.6	6.5	5.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.2	-6.1	-5.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.7	2.1	0.6
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	8.1	3.5	4.8
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	2.2	2.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.5	-6.8	-5.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.4	0.9	0.8
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	1.8	1.1
Inflation (in % gg. Vj.)	8.3	10.7	6.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.4	-4.5	-6.7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.8	-0.9	-2.1
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	1.8	1.7
Inflation (in % gg. Vj.)	5.7	7.8	5.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.9	-3.0	-2.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.4	-0.3	-0.8

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

– **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1** **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die 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 Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Per-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

men zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenendienstleistungen.

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit/ Sustainability

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

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de