



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Die wichtigsten Notenbanken müssen im September Farbe bekennen

Der Sommer neigt sich langsam dem Ende zu und zumindest die Daheimgebliebenen hoffen noch auf einige Sonnentage. Bei den Notenbanken kann allerdings von einer echten Sommerpause kaum gesprochen werden, da sich die Sitzungsintervalle nicht verlängern. Zumindest für EZB und Fed bleibt aber der August ohne Sitzungen, so dass ein Urlaub möglich wurde. Die Finanzmarktteilnehmer mussten dies jedoch in Form fehlender Stellungnahmen und Impulse ausbaden. Traditionell markiert die Fed Konferenz in Jackson Hole, die in diesem Jahr vom 24. bis zum 26. August stattfindet und unter der Überschrift „Strukturelle Verschiebungen in der Weltwirtschaft“ steht, den Urlaubshöhepunkt oder das Ende der Ferien für die Notenbanker (je nach Sichtweise). Die führenden Notenbanken lassen sich mit ihren nächsten Zinsentscheidungen aber noch bis in die zweite Septemberhälfte Zeit, was ausreichend Muße bedeutet, noch einmal intensiv über die künftige Geldpolitik nachzudenken. Zudem werden bis dahin noch einige wichtige Daten veröffentlicht, die das Meinungsbild in die eine oder andere Richtung drehen können. Bei einigen Notenbanken (EZB, Fed, SNB) sind wir nicht ganz mit den derzeit am Markt gehandelten Schritten einverstanden, sodass wir hier noch spannende Wochen erwarten, die auch an den beteiligten Währungen nicht spurlos vorübergehen sollten.

In den Industrieländern geht es zunächst vor allem um die Frage, ob bei den Zinsen noch etwas draufgesetzt wird oder es zu einer Pause kommt. Zumindest ein kleines Türchen für erneute Zinserhöhungen werden sich aber wohl alle Notenbanken aus dieser Teilgruppe auch im September offenhalten wollen. In vielen Emerging Markets rückt dagegen eine Zinssenkung ins Blickfeld der Geldpolitiker. Und in China und Brasilien wurden zuletzt die Zinsen sogar erneut bzw. erstmals gesenkt. Während in China angesichts flauer Wirtschaft und Deflation der gesamte Werkzeugschrank staatlicher Unterstützungsmaßnahmen in Augenschein genommen wird, geht es in Brasilien lediglich darum das sehr hohe Leitzinsniveau langsam den gesunkenen Inflationsraten anzupassen. Auch in Osteuropa und Mexiko dürften es vor allem die sinkenden Inflationsraten sein, die die Notenbanker bis zum Jahresende bewegen sollten, die Leitzinsen erstmals wieder zu lockern. Geldpolitische Wendepunkte sind zwar auch immer ein gewisser Risikofaktor für die Währungen der betreffenden Länder, die Notenbankvertreter dort dürften aber die kommenden Monate damit verbringen, die Finanzmärkte entsprechend vorzubereiten, sodass sich mögliche Belastungen in Grenzen halten dürften. Zudem wird auch nach den ersten Lockerungen das Zinsniveau in diesen Währungen noch deutlich höher liegen als in den etablierten Märkten. Kritischer sind sicherlich die Währungen zu betrachten, deren Hüter sich geldpolitisch bisher zu sehr zurückgehalten haben (Türkei) und wo entsprechend bei der Inflationsentwicklung noch keine nachhaltige Wende nach unten zu erkennen ist.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
17.8.2023 14:34 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Warten auf September	2
USA: Zinsen steigen, Dollar profitiert	3
Japan: Vermeintliche USD-JPY-Schmerzgrenze bei 145 JPY	4
Großbritannien: Höhepunkt des Zinsanhebungszyklus der Bank of England voraussichtlich bald erreicht	5
Schweiz: Weltmeister in Sachen Inflationsbekämpfung	6
Australien & Neuseeland: RBA und RBNZ mit zweiter Zinspause in Folge	7
Kanada: Bank of Canada hat Zinsanhebungszyklus wahrscheinlich beendet	9
Skandinavien: Leitzinsen nahe an ihren Hochs	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: Der geldpolitische Wind beginnt sich zu drehen	12
Türkei & Südafrika: Risiken für die Währungen bestehen fort	13
China: Yuan muss auf staatlichen Support hoffen	15
Brasilien & Mexiko: Zinssenkung und Warten auf Zinssenkung	16
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	18
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	21
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	23
I. IMPRESSUM	24

Editor:
Stefan Grothaus, ANALYST

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

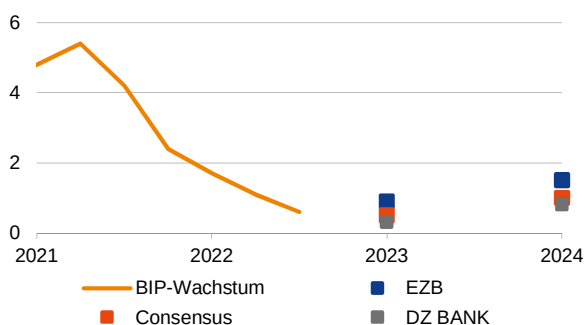
G10 WÄHRUNGEN

EWU: Warten auf September

EUR-USD hat in den vergangenen Wochen erneut an Boden verloren, was fraglos auch zu einem großen Teil auf die wiederkehrende Stärke der US-Währung zurückzuführen war. Betrachtet man die Performance des Euro relativ zum gesamten G10-Universum, ergibt sich ein gemischtes Bild. Die Gemeinschaftswährung bewegt sich insgesamt schwächer, aber eher unauffällig im unteren Mittelfeld. Dies dürfte vor allem daran liegen, dass es zuletzt an echten neuen Impulsen mangelt. Die wirtschaftliche Lage ist wenig berauschend, aber auch nicht so schlecht wie der oft etwas einseitige Blick auf Deutschland es vielleicht suggeriert. Die Inflation hat deutlich nachgelassen, bleibt aber zu hoch und der Markt geht zum Großteil immer noch davon aus, dass die EZB ihre Leitzinsen im September erneut anheben wird. Und natürlich befinden wir uns mitten im Sommerloch – halb Europa liegt am Strand.

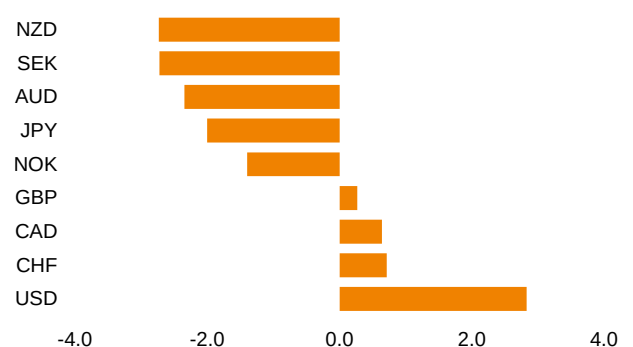
Euro verliert gegenüber starkem Dollar, im G10-Vergleich im Mittelfeld

KONJUNKTURAUSBLICK DER EZB WOHL ZU OPTIMISTISCH
BIP-WACHSTUM IN PROZENT (J/J)



Quelle: Bloomberg, EZB, DZ BANK Research

EURO VERLIERT AN BODEN – VOR ALLEM GGÜ. DEM DOLLAR
% VERÄNDERUNG VS. EURO (SEIT 17. JULI 2023)



Quelle: Bloomberg

Die kommenden Wochen dürften weiterhin schleppend verlaufen, im September wird es dann jedoch mit Blick auf die anstehende Sitzung der EZB wieder spannend. Denn im Gegensatz zum Markt, erwarten wir im Herbst keine weitere Zinsanhebung. „Angesichts dieser wenig erfreulichen Konjunkturperspektiven und in Erwartung eines allmählich nachlassenden Inflationsdrucks gehen wir davon aus, dass die europäischen Währungshüter bei ihrer nächsten Zusammenkunft im September die Zinszügel nicht nochmals straffen werden. Vielmehr rechnen wir mit einem geldpolitischen Kompromiss zwischen den Tauben und Falken im EZB-Rat. Dieser dürfte darin bestehen, dass man auf einen weiteren Zinserhöhungsschritt verzichtet, aber den geldpolitischen Stimulus durch eine Adjustierung der Anleiheankaufprogramme vermindert. Vorstellbar wäre hierbei eine zeitliche Verkürzung der Forward Guidance für das PEPP.“ (DZ BANK Zinsprognose – Renditeanstieg ein Ausreißer, 10. August 2023).

Eine weitere Zinserhöhung der EZB erwarten wir (im Gegensatz zum Markt) nicht

Das Auspreisen einer weiteren Zinserhöhung der EZB dürften den Euro zumindest kurzfristig belasten und, in Kombination mit der mit der unten erläuterten zusätzlichen Zinserhöhung der Fed, dazu führen, dass EUR-USD sich nicht nur weiterhin unterhalb der Marke von 1,10 USD aufhält, sondern zunächst noch weiter an Wert verliert.

Euro mit zusätzlichem, kurzfristigen Abwertungspotenzial

USA: Zinsen steigen, Dollar profitiert

Die jüngste US-Inflationsdaten fielen niedriger aus als erwartet, dennoch sind die US-Renditen zuletzt deutlich gestiegen. Im 10J-Bereich lagen wir zwischenzeitlich bei über 4,20%, so hoch wie seit vergangenem Oktober nicht mehr. Die 2J-Rendite handelt knapp unter der Marke von 5%, die Inversion der Kurve ist damit zwar nicht mehr so extrem wie vor ein paar Monaten, bleibt aber sehr ausgeprägt. Dass die Renditen gestiegen sind, obwohl die Inflationsentwicklung eigentlich auf Entwarnung hindeutet, liegt u.E. nach an zwei Faktoren. Zum einen gehen die meisten Marktteilnehmer davon aus, dass die Inflation in den kommenden Monaten erneut etwas anziehen wird (dies spiegelt sich im Übrigen auch in der zuletzt zu beobachtenden Aufwärtsbewegung der US-Inflationserwartungen wider). Zum anderen hat die Herabstufung des Ratings der US in Kombination mit dem deutlich zunehmenden Emissionsvolumen die Renditen gen Norden getrieben.

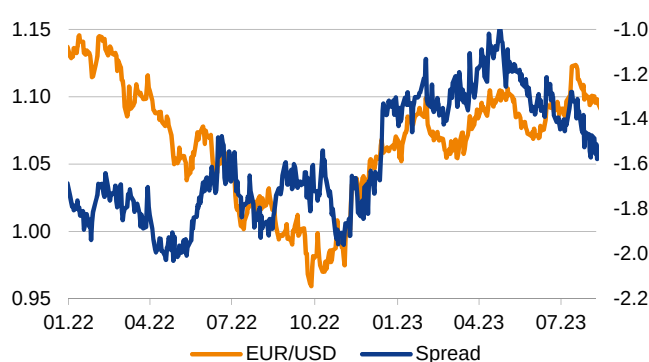
Inflationsraten fallen, Renditen (und der Dollar) steigen dennoch deutlich

KORRELATION USD VS. RENDITE STEIGT!
1M-KORRELATION USD-INDEX VS. 10J-US-RENDITE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

RENDITEENTWICKLUNG TREIBT AUCH EUR-USD
LS: EUR-USD; RS: 10J-SPREAD BUND - TREASURY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Steigende Renditen sind zwar nicht zwangsläufig ein Plus für eine Währung, doch derzeit ist die Korrelation zwischen dem US-Renditeplus und der Aufwertung des Dollars nicht zu leugnen. Der 1M-Korrelationskoeffizient zwischen 10J-Rendite und dem USD-Index liegt aktuell bei 0,70. Betrachtet man die Relation zwischen dem 10J-Spread Bundesanleihen vs. US-Treasuries und EUR-USD ist die Korrelation aktuell sogar noch höher und liegt bei über 0,80. Der Dollar profitiert also eindeutig von den gestiegenen Renditen und daran dürfte sich zumindest auf kurze Sicht nichts ändern.

Korrelation zwischen Währung und Rendite derzeit sehr hoch

Im Gegenteil, wir gestehen dem Dollar durchaus zusätzliches Aufwertungspotenzial zu. Denn wenngleich im Markt über ein erneutes (wenngleich kurzlebiges) Wiederaufflammen der Inflationsdynamik diskutiert wird, ist weiterhin keine volle Zinserhöhung der Fed im Herbst eingepreist. Dies dürfte sich jedoch ändern – angesichts der nach wie vor hartnäckigen Kerninflation und des engen Arbeitsmarktes, gehen wir davon aus, dass die Fed noch einen letzten Versicherungsschritt unternehmen wird. Das Einpreisen dieses Zinsschrittes, dürfte EUR-USD noch weiter, in die Region um 1,08 USD, abwerten lassen (hilfreich dürfte auch sein, dass die EZB u.E. nach nicht mehr weiter an ihrer Zinsschraube drehen wird). Mittelfristig sollte sich das Blatt dann erneut wenden, wenn die ersten Fed-Zinssenkungen in den Horizont der Investoren wandern. Dies dürfte sich jedoch erst im Winter deutlicher auf die Kurse auswirken.

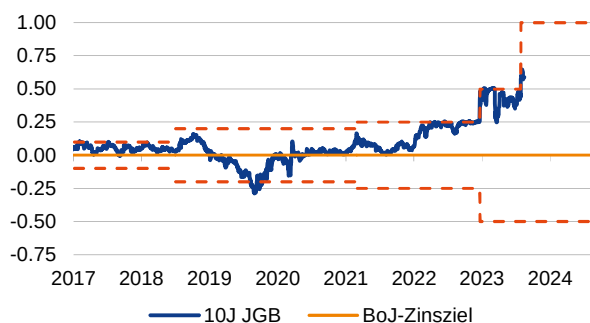
Kurzfristig gestehen wir dem Dollar weiteres Aufwertungspotenzial zu

Japan: Vermeintliche USD-JPY-Schmerzgrenze bei 145 JPY

Die Bank von Japan hat es mit ihrer Entscheidung Ende Juli ein weiteres Mal vollbracht, zunächst mehr Fragen aufzuwerfen als Antworten zu liefern. Nach ihrer eigenen Auslegung hat sie nur ein technisches Finetuning des YCC-Zinsziels („Yield Curve Control“) vorgenommen. Die bisherige Grenze für zehnjährige JGB-Renditen bei 0,50% gilt weiter, ist aber nicht mehr als strikte „Grenze“ zu verstehen, sondern nur als „Richtwert“. Einen wirksamen Deckel auf die Zinsentwicklung will die BoJ erst bei 1,00% legen, indem sie für dieses Niveau jederzeit Anleihekäufe anbietet. Hätte die Notenbank offen erklärt, die Obergrenze offiziell auf 0,60%, 0,75% oder 1,00% anzuheben, wäre es vermutlich umgehend zu einer spekulativen Attacke gekommen, unabhängig davon, wo genau das neue Ziel gelegen hätte. Insofern war die zunächst etwas nebulös wirkende Kursänderung im Nachhinein ein genialer Schachzug der BoJ. Für uns bedeutet der verbale Spagat eine klare Aufweichung der YCC-Politik. Eine Grenze, die keine ist, öffnet perspektivisch den Spielraum für einen Zinsanstieg am japanischen Kapitalmarkt, ohne dass dies von einem neuen, offiziellen BoJ-Beschluss begleitet werden müsste. Der Yen interpretiert dies allerdings eindeutig anders, er ist taub gegenüber den subtilen Untertönen. Für ihn war die Juli-Sitzung eine Zementierung der ultra-lockeren Liquiditätsversorgung, mit entsprechend negativen Spuren im Wechselkurs.

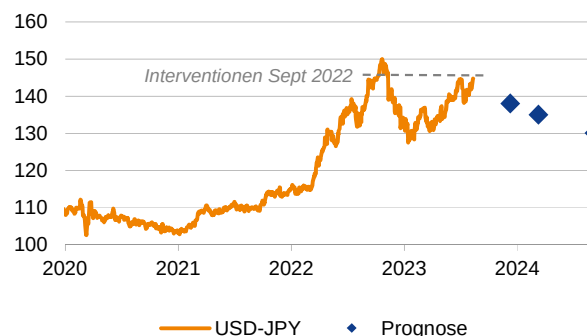
BoJ: Aufweichung der YCC-Politik durch die Hintertür

BOJ LÄSST SCHLEICHENDEN RENDITEANSTIEG ZU
10J JGB-RENDITE UND ZULÄSSIGE BANDBREITE DER BOJ, IN %



Quelle: Refinitiv, BoJ

WO LIEGT DIE SCHMERZGRENZE DER WÄHRUNGSOFFIZIELLEN?
USD-JPY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Mit jedem Schritt, den sich USD-JPY näher an die Marke bei 145 JPY herangetastet hat, gab es mehr Schlagzeilen über eine vermeintliche Schmerzgrenze der japanischen Währungs-offiziellen. Wir wollen nicht bestreiten, dass die Wahrscheinlichkeit für Interventionen zur Yen-Unterstützung wächst, allerdings hinkt der Vergleich mit der Episode im September 2022 etwas. Es ist zwar korrekt, dass die ersten staatlichen Yen-Käufe damals bei einem Niveau von 145,80 JPY erfolgt waren, es gibt aber wichtige Unterschiede zu heute. Zum einen hat es am aktuellen Rand bislang nur vereinzelte Proteste gegen die Yen-Abwertung gegeben, die Skala der Verbalinterventionen als Vorstufe echter Markteingriffe ist also nicht annähernd ausgereizt. Zum anderen befinden wir uns noch immer in einer intakten USD-JPY-Aufwärtsbewegung, und Interventionen erfolgen zumeist in einer Konsolidierungsphase („niemals in ein fallendes Messer greifen“); auch im September 2022 war eine mehrwöchige Stabilisierung vorausgegangen. Ergänzend kommt dazu, dass es derzeit am übergeordneten Merkmal „ausgeprägter Volatilität“ fehlt. Von Anfang August bis Mitte September 2022 hatte USD-JPY um mehr als 15 Big Figure zugelegt, und war damit doppelt so stark gestiegen, wie es derzeit der Fall ist. Die

Wiederholen sich die Interventionen vom Herbst 2022?

kommenden Wochen dürften davon geprägt sein, dass der Markt ausreizt, wie weit er USD-JPY noch nach oben treiben kann, bevor es zu einer scharfen Korrektur kommen sollte.

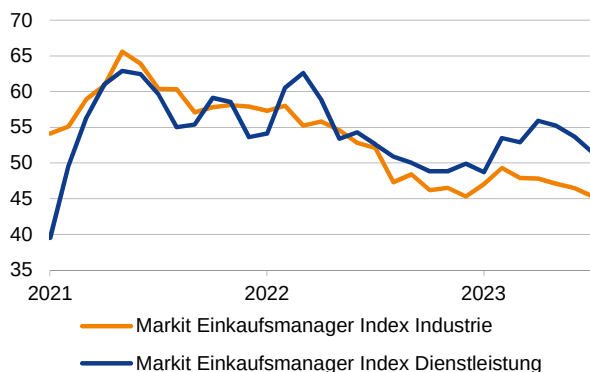
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Großbritannien: Höhepunkt des Zinsanhebungszyklus der Bank of England voraussichtlich bald erreicht

Die Bank of England (BoE) hob ihren Leitzins bei der August-Sitzung des Geldpolitischen Ausschusses noch einmal um 25 Bp auf 5,25% an. Zentralbankgouverneur Bailey sagte, die britische Wirtschaft habe sich angesichts verschiedener widriger Umstände als deutlich widerstandsfähiger erwiesen als von der Zentralbank Ende 2022 prognostiziert. Dies zeigten auch die jüngsten BIP-Daten für das zweite Quartal: Ursprünglich war für das Quartal kein Wachstum erwartet worden, tatsächlich wurde jedoch ein moderates Plus von 0,2% (Q/Q) verzeichnet. Die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr verbesserte sich von 0,2% in Q1 auf 0,4% in Q2. Diese Zahlen sind zwar nicht atemberaubend, aber eben doch besser als eine Rezession. Nichtsdestotrotz sind die Aussichten für die kommenden Quartale nicht rosig – jedenfalls nicht, wenn man auf die Einkaufsmanagerindizes blickt.

Die Konjunktur hat sich nicht so schwach entwickelt wie von der BoE prognostiziert, dürfte sich aber in den Wintermonaten verlangsamen

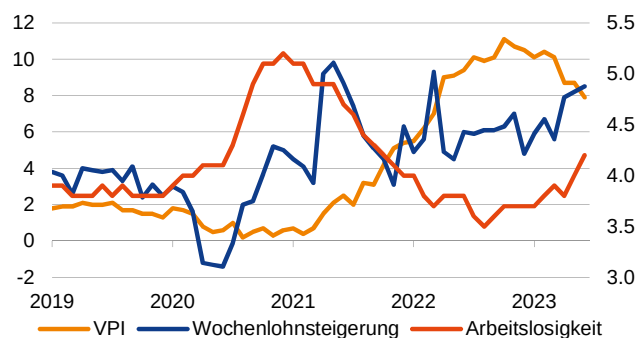
EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTEN AUF EINE LAHMENDE KONJUNKTUR IM HERBST UND WINTER HIN
IN INDEXPUNKTEN



D

Quelle: Bloomberg

INFLATION GEHT LANGSAM ZURÜCK, ARBEITSLOSIGKEIT ETWAS GESTIEGEN, ABER LOHNWACHSTUM NACH WIE VOR ZU HOCH
LS: IN % J/J; RS: ARBEITSLOSENQUOTE



Quelle: Bloomberg

Die BoE kämpft weiterhin darum, die Inflation zum Zielwert zurückzuschleusen, der Erfolg ist dabei eher durchwachsen. Die Gesamtrate (die Zielgröße der Zentralbank) war im ersten Quartal enttäuschend hartnäckig und verharrte bei gut 10% (J/J), ging aber bis Juni auf 7,9% (J/J) zurück. Die von der BoE präferierte Kernrate (Gesamtrate ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) stieg dagegen in den ersten sechs Monaten des Jahres tendenziell an und erreichte im Mai einen 40-Jahres-Höchststand von 7,1%, bevor sie dann im Juni wieder auf 6,9% zurückging. Dies gibt der BoE eindeutig Anlass zur Sorge. Auch der Arbeitsmarkt und die damit einhergehende Lohn-Preis-Spirale sind ein Grund zur Sorge. Dort sind jedoch Anzeichen dafür zu erkennen, dass die straffere Geldpolitik zu wirken beginnt. Die

Die Inflationsraten sind zwar rückläufig, aber der Kampf ist noch nicht gewonnen

Lage am Arbeitsmarkt ist inzwischen geringfügig entspannter als vor einigen Monaten. Nichtsdestotrotz steigen die Löhne nach Auffassung der Zentralbank zu rasch an. Wenn keine Anzeichen dafür zu erkennen sind, dass die Lohnsteigerungen auf ein akzeptableres Tempo zurückgehen, muss der Geldpolitische Ausschuss gegebenenfalls die geldpolitischen Zügel weiter anziehen, um sein Inflationsziel zum angestrebten Datum zu erreichen. Die DZ BANK geht davon aus, dass im September noch ein Zinsschritt um 25 Bp erforderlich ist.

Angesichts der Inflationsrisiken wird für den Frühherbst ein weiterer Zinsschritt auf 5,5% erwartet

Im zweiten Quartal konnte das Pfund Sterling gegenüber dem USD und dem EUR insgesamt aufwerten, wobei die Kursgewinne angesichts der zugrundeliegenden Fundamentaldaten etwas übertrieben erschienen. Nachdem der Geldmarkt nun nicht mehr einen Leitzins von über 6% zu Weihnachten erwartet (zuletzt: 5,87%), ist ein unterstützender Faktor für das Pfund weggefallen. Die Aussichten für die Wirtschaft sind noch unklar, aber sicherlich nicht allzu positiv und die Geldpolitik dürfte kaum weiter gestrafft werden. Damit dürfte das Pfund gegenüber den wichtigsten Währungen wohl eher seitwärts bis etwas schwächer notieren.

Am Geldmarkt wird aktuell eine Terminal Rate von unter 6% erwartet, sodass das GBP eher seitwärts handeln als deutlich ansteigen dürfte

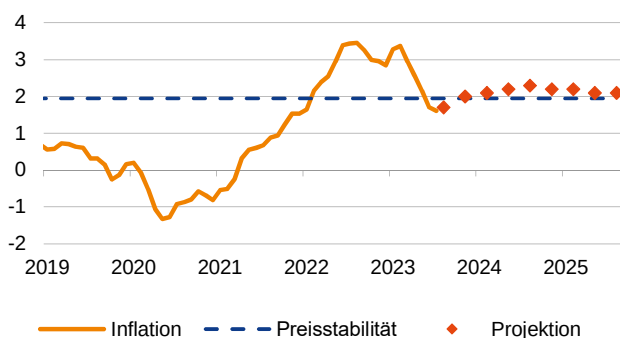
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Weltmeister in Sachen Inflationsbekämpfung

Den weltweit größten Erfolg bei der Bekämpfung der Inflationswelle muss man neidlos der Schweizerischen Nationalbank bescheinigen. Im Juli lag die Teuerung nur noch bei 1,6% (J/J), verglichen mit einem Hoch bei 3,5% (J/J) vor einem Jahr. Dies verdankt die SNB ihrer Mischung aus Leitzinserhöhungen, Liquiditätsabschöpfung am Geldmarkt (Reverse Repo, SNB-Bills) und nicht zuletzt einer aktiven Währungspolitik zur Stützung des Schweizer Frankens. Für das Schlussquartal 2022 und das erste Quartal 2023 wurden bereits Interventionen im Volumen von 27,3 Mrd. CHF bzw. 32,3 Mrd. CHF bestätigt. Die für das zweite Quartal vorliegenden Daten zeigen einen Rückgang der Devisenreserven um 17,8 Mrd. CHF, was auf eine anhaltende Interventionstätigkeit hindeutet.

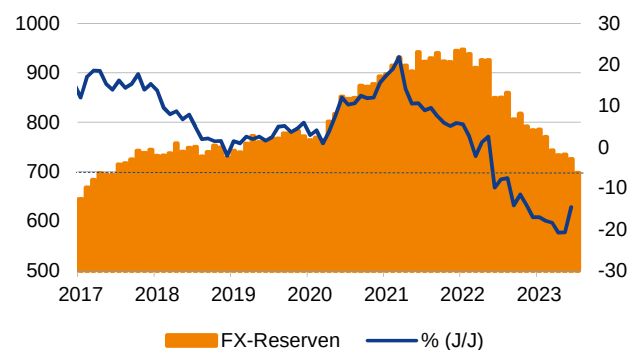
SNB drückt die Inflation auf 1,6%

DEUTLICHE PREISENTSPANNUNG WIRD SICH NICHT FORTSETZEN
INFLATION UND SNB-PROJEKTION (JUN 23), IN % J/J



Quelle: Refinitiv, SNB

SNB BAUT IHREN RESERVEBERG AKTIV AB
FX-RESERVEN, IN MRD. CHF (L.S.) UND VERÄND. IN %, J/J (R.S.)



Quelle: Refinitiv, SNB

Bedeutet dieser signifikante Inflationsrückgang das Ende der Zinserhöhungen und damit das Ende der jüngsten Franken-Stärke? Vermutlich nicht. Wir rechnen bei der anstehenden SNB-Sitzung am 21. September mit einem erneuten, aber letzten Schritt im aktuellen Zyklus auf 2,00%. Damit heben wir uns klar vom Konsens ab; das implizite Zinsniveau für den September-Termin liegt bei nur 1,83%. Dass wir der SNB ein solch unerwartet aggressives Verhalten unterstellen, basiert auf zwei Argumenten. Zum einen sehen wir in der SNB-Rhetorik keine Signale für nachlassende Straffungsambitionen, stattdessen wird unbeirrt die geldpolitische Wachsamkeit betont – trotz der rückläufigen Teuerung. Zum anderen legen die aktuellen SNB-Projektionen nahe, dass es im Herbst wieder zu höheren Inflationsraten kommen soll (Q4/23: 2,0%, Q1/24: 2,1%, je J/J). Für das Gesamtjahr 2024 unterstellt die Notenbank sogar eine durchschnittliche Rate von 2,2% und damit oberhalb ihres Inflationsziels. Dies werten wir als Hinweis auf weiteren Zinserhöhungsbedarf. Ob sich das Inflationsbild der SNB für 2024 tatsächlich realisiert, steht auf einem anderen Blatt. Das DZ BANK Research rechnet nur mit einer Rate von 1,4% für 2024, so dass sich die SNB-Erhöhungen im Nachhinein wohl als zu stark erweisen dürften. Dies mag im kommenden Jahr zu einer Bürde für den Schweizer Franken werden, in den kommenden Monaten sollte er dagegen noch gut unterstützt bleiben.

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

Erneute Zinserhöhung im September ist nicht eingepreist – zu Unrecht

Australien & Neuseeland: RBA und RBNZ mit zweiter Zinspause in Folge

Mit der Entscheidung der Reserve Bank of Australia (RBA) Anfang August ihren Leitzins zum zweiten Mal in Folge unberührt bei 4,10% zu belassen und dem „dovishen“ Sitzungsprotokoll, in dem die Währungshüter von einem „glaubwürdigen Weg“ zum Inflationsziel beim aktuellen Zinsniveau sprechen, verdichten sich die Hinweise, dass das Leitzinspeak bereits erreicht ist. Neben der positiven Entwicklung hinsichtlich der Verbraucherpreise – die Inflationsrate sank in Australien im zweiten Quartal auf 6,0% (J/J) – stiegen auch die Produzentenpreise im selben Zeitraum mit 3,9% (J/J) nicht mehr so schnell wie zuvor (4,9% J/J). Aufatmen kann die australische Notenbank auch mit Blick auf den Lohndruck: anders als von der RBA erwartet flachte sich der Anstieg beim Lohnpreisindex im zweiten Quartal von 3,7% (J/J) auf nun 3,6% (J/J) ab. Zwar dürfte der Index bis zum Jahresende aufgrund von Mindestloohnerhöhungen sowie höheren Löhnen in der Altenpflege wieder etwas stärker zulegen, die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale kann man durch die jüngsten Lohndaten jedoch als geringer einschätzen. Der unerwartete Beschäftigungsrückgang und der Anstieg der Arbeitslosenquote (jeweils im Juli) sind zudem Hinweise für einen sich abkühlenden Arbeitsmarkt sowie weitere Argumente für das Ende des Erhöhungszyklus.

Mittlerweile genug Argumente für Ende des RBA-Erhöhungszyklus

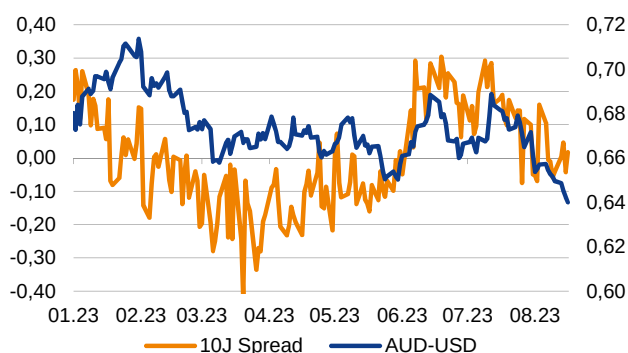
Während die Preisentwicklungen gute Neuigkeiten für die Notenbank darstellen, ist das mögliche Ende des RBA-Zinserhöhungszyklus nahezu Gift für den australischen Dollar. Dass die jüngsten Entwicklungen in Australien dann auch noch zu einem Zeitpunkt geschahen, in dem der US-Dollar durch den Anstieg der Renditen von USTs wiedererstarkt ist, war eine doppelte Belastung für den australischen Dollar in den letzten Wochen. Chinas relativ schleppend verlaufende Post-Corona-Erholung ist für den „Aussie“ als Rohstoffwährung zudem ein Faktor für die schwache Performance. Der „Aussie“ musste gegenüber dem US-Dollar seit Mitte Juli über 5% nachgeben; AUD-USD erreichte jüngst seinen Jahrestiefststand unterhalb von 0,64

AUD leidet in letzten Wochen unter Renditeanstieg der USTs und Chinas schwächelnder Konjunktur

USD. Bis zur US-Notenbankentscheidung Mitte September sehen wir angesichts eines erwarteten, finalen Zinsschritts der Fed für den australischen Dollar kaum unterstützende Impulse. Mit Blick auf China bleibt abzuwarten, ob nach der unerwarteten geldpolitischen Lockerung durch die chinesische Notenbank auch noch zusätzliche Konjunkturmaßnahmen getroffen werden, was die (Rohstoff-)Importe aus Australien und somit den „Aussie“ stimulieren würde.

AU: JÜNGSTER RENDITEANSTIEG VON US-STAATSANLEIHEN BELASTET „AUSSIE“

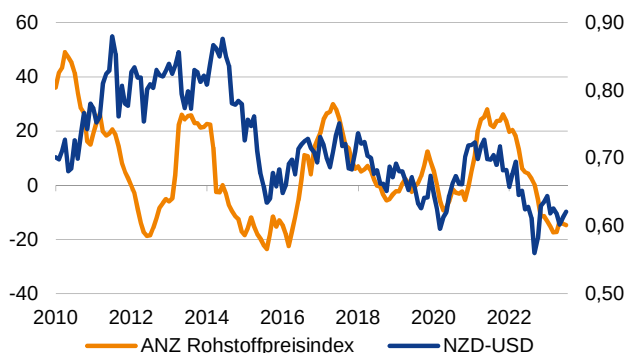
LS: 10-J-RENDITEDIFFERENZ AU- VS. US-STAATSANLEIHEN;
RS: USD JE AUD



Quelle: Bloomberg

NZ: FÜR NEUSEELAND WICHTIGSTE ROHSTOFFPREISE BEREITS SEIT BALD EINEM JAHR RÜCKLÄUFIG

LS: IN % (J/J); RS: USD JE NZD



Quelle: Bloomberg

Die neuseeländische Notenbank (RBNZ) hat bei ihrer Zinsentscheidung diese Woche ebenfalls wie erwartet zum zweiten Mal in Folge ihre Füße stillgehalten; die Official Cash Rate (OCR) liegt damit nach wie vor bei 5,50%. Marktteilnehmer waren aber vor allem auf die neuesten Projektionen zu Wachstum, Inflation und insbesondere zur OCR in dem neuen geldpolitischen Bericht der RBNZ gespannt, die mit der Zinsentscheidung veröffentlicht wurden. Und tatsächlich gab es hier einige Überraschungen: denn trotz der Tatsache, dass die Inflationsrate nun bereits drei Quartale in Folge schneller gesunken ist als von der RBNZ erwartet und die Währungshüter auch nicht mit der (technischen) Rezession im ersten Quartal dieses Jahres gerechnet hatten, gehen sie nicht von früheren Zinssenkungen aus. Vielmehr hob die RBNZ ihren erwarteten Leitzinspfad sogar ein Stück weit nach oben. Die Terminal Rate sehen sie in Q2 2024 bei 5,59%, zuvor lag diese bei dem aktuellen Leitzinsniveau von 5,50% – somit liegt ein finaler, kleiner „Absicherungsschritt“ in der Luft. Als Begründung für die marginale Anhebung wurde neben der früher als erwarteten Stabilisierung der Immobilienpreise ein technischer Aspekt angeführt, nämlich die Annahme eines höheren neutralen nominalen Leitzinses von nun 2,25% (zuvor: 2%), bei dem die Wirtschaft weder wachsen noch schrumpfen sollte. Zugleich versuchte Neuseelands Notenbankchef Adrian Orr aber in der anschließenden Pressekonferenz Marktbeobachter zu beruhigen, dass die höher erwartete Terminal Rate kein „starkes Signal für den nächsten Schritt“ der RBNZ liefern solle. Auf der anderen Seite bestehe aber auch das Risiko, dass die Inflation, insbesondere die Kernrate, nicht so schnell nachlässt wie erhofft.

Und tatsächlich konnte der neuseeländische Dollar von der „hawkishen“ Note des neuen geldpolitischen Berichts nicht wirklich profitieren, NZD-USD notiert aktuell unterhalb der Marke von 0,60 USD und damit auf dem niedrigsten Stand seit November 2022. In der Erklärung zur Zinsentscheidung betonte die RBNZ, dass eine schwächelnde globale Nachfrage, insbesondere in China, die Rohstoffpreise noch stärker unter Druck setzen und zur Senkung der Exporteinnahmen Neuseelands

Trotz rückläufiger Inflation und Rezession erwartet RBNZ keine früheren Zinssenkungen

Weder heimische noch globale Unterstützungsfaktoren für NZD

führen könnte. Der ANZ-Rohstoffpreisindex sank im Juli zuletzt um 14,7% (J/J), wobei der Preis für Molkereiprodukte, der normalerweise für den NZD ein positiver Impulsgeber ist, mit -19,8% (J/J) am stärksten nachließ – der Milchpulverpreis ist auf dem niedrigsten Stand seit August 2016. Gepaart mit den schwachen konjunkturellen Aussichten Neuseelands sind dies keine guten Omen für den „Kiwi“.

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

Kanada: Bank of Canada hat Zinsanhebungszyklus wahrscheinlich beendet

Den monatlichen BIP-Daten zufolge hat sich das Expansionstempo in Kanada von gut 3% (J/J) zu Jahresbeginn auf knapp 2% (J/J) im Mai verlangsamt. Für die Geldpolitik und die Finanzmärkte sind jedoch derzeit vor allem die Frühindikatoren von Interesse. So deuten die jüngsten Daten der Einkaufsmanagerindizes (PMIs) darauf hin, dass sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im zuvor robusteren Dienstleistungssektor in den kommenden Monaten mit einem Abschwung zu rechnen ist. Dies steht auch mit dem pessimistischen Bild in der Realwirtschaft im Einklang: Die Einzelhandelsumsätze können kaum zulegen und die Auftragseingänge in der Industrie gehen seit vier Monaten (jeweils gegenüber dem Vorjahresmonat) zurück.

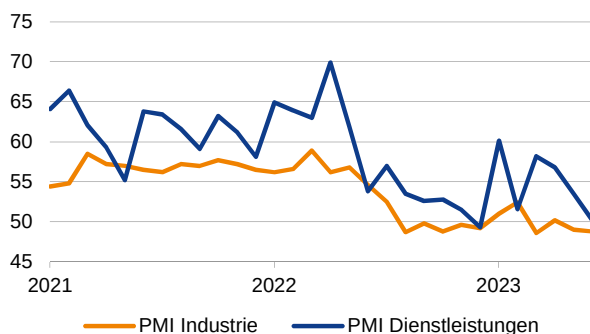
Wenden wir uns der Geldpolitik zu: Die Inflationsrate ist stetig von ihrem Höchststand von 8,1% (J/J) im vergangenen Sommer auf 2,8% (J/J) im Juli gesunken. Die Kernraten gehen ebenfalls zurück, erweisen sich aber als hartnäckiger. So hat sich z.B. die Trimmed-Mean-Kernrate lediglich von 5,1% zum Jahresbeginn auf 3,7% im Juni verringert. Dies ist einer der Gründe dafür, dass die Bank of Canada die Zinsen im Juli wieder angehoben hat. Allerdings spricht mit einem Leitzinsniveau von 5%, den Anzeichen einer leichten Abkühlung am überhitzten Arbeitsmarkt und den sinkenden Hauspreisen durchaus einiges dafür, dass die Bank of Canada ihren Leitzins nunmehr zunächst unverändert lässt. Die BoC hat jedoch deutlich gemacht, dass sie die Zinsen, falls erforderlich, weiter anheben würde. Da die DZ BANK-Volkswirte jedoch für Q4 ein negatives Wirtschaftswachstum prognostizieren, dürften die Leitzinsen in Kanada wohl ihren Höchststand erreicht haben. Das bedeutet allerdings nicht, dass Zinssenkungen unmittelbar bevorstehen. Damit ist wohl frühestens im kommenden Frühjahr zu rechnen.

Konjunkturverlangsamung in den kommenden Monaten zu erwarten

Inflation verlangsamt sich, Kernraten erweisen sich jedoch als hartnäckig

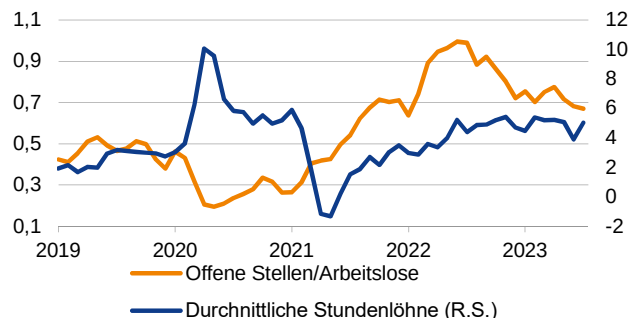
Die BoC dürfte ihren Zinsanhebungszyklus mit der Erhöhung um 25 Bp auf 5% im Juli wohl abgeschlossen haben

EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTEN AUF EIN RELATIV SCHWACHES WACHSTUM BIS ZUM JAHRESENDE HIN
IN INDEXPUNKTEN



Quelle: Bloomberg

TROTZ ABKÜHLUNG AM ARBEITSMARKT STEIGEN STUNDENLÖHNE WEITER KRÄFTIG
LS: VERHÄLTNIS STELLEN ZU ARBEITSLOSEN; RS: LÖHNE IN % J/J



Quelle: Bloomberg

Der Kurs des kanadischen Dollar hängt nach wie vor unter anderem von der künftigen Geldpolitik der wichtigen Zentralbanken ab. Was den USD-CAD-Kurs betrifft, so dürfte die Fed bei ihrer Sitzung im September klarstellen, ob im Herbst und Winter in den USA weitere Zinsanhebungen zu erwarten sind (nach Auffassung der DZ BANK eher nicht). Dies dürfte von Bedeutung dafür sein, ob der kanadische Dollar mittelfristig gegenüber dem Greenback wieder Boden gutmacht. Mit Blick auf den EUR-CAD-Kurs ist wohl nicht damit zu rechnen, dass keine der beiden Zentralbanken den Leitzins im laufenden Zyklus noch einmal anhebt. Deshalb dürfte der Kurs wohl im mittleren 1,40er-CAD-Bereich schwanken.

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

Die Kursentwicklung des kanadischen Dollar dürfte erst nach wichtigen Zentralbanksitzungen im September klarer werden

Skandinavien: Leitzinsen nahe an ihren Hochs

Die schwedische Wirtschaftsentwicklung hat sich im zweiten Quartal mit minus 1,5% (Q/Q) unerwartet stark abgeschwächt und auch im dritten Quartal erwarten wir eine negative Wachstumsrate. Im laufenden Jahr sollte das BIP somit um 0,5% schrumpfen und auch im Jahr 2024 nur um 0,7% zulegen können. Die kurzfristigen Aussichten für Schwedens Wirtschaft sind aufgrund der hohen Inflation und steigender Zinsen düster. Der Dreimonats-Interbankenzins (STIBOR) ist in den zurückliegenden eineinhalb Jahren um rund 400 Basispunkte angestiegen.

Deutliche Konjunkturdelle im zweiten Quartal

In einem überraschenden Schritt gab die Riksbank bekannt, dass sie erwägt, einen Teil ihrer Devisenreserven abzusichern, um finanzielle Risiken zu verringern, was auf einen geschätzten SEK-Kauf von etwa 100 Mrd. SEK hindeutet. Die Riksbank betonte, dass es sich bei der Maßnahme nicht um eine geldpolitische Aktion handelt und die Maßnahme nicht als Devisenintervention zu sehen sei. Man sei besorgt über weitere Bilanzverluste, angesichts der bereits hohen Verluste aus dem QE-Programm, die Maßnahme diene daher ausschließlich der Absicherung finanzieller Risiken. Wir gehen davon aus, dass der positive Nebeneffekt einer Stützung der Krone gerne in Kauf genommen wird.

Riksbank erwägt Teilabsicherung ihrer Devisenreserven

Die Inflation befindet sich seit Jahresbeginn per Saldo zwar in einem Abwärtstrend, der Preisauftrieb bleibt aber weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Im weiteren Jahresverlauf sollte sich die Teuerung weiter abschwächen. Im kommenden Jahr dürfte der CPIF-Index nach Einschätzung der Riksbank dem Zielwert der Notenbank sehr nahekommen. Der hohen Inflation Rechnung tragend hat die schwedische Zentralbank die Geldpolitik weiter verschärft und den Leitzins Ende Juni auf 3,75% angehoben. Zudem wurde beschlossen das Tempo der Verkäufe von Staatsanleihen von 3,5 auf 5 Mrd. SEK pro Monat zu erhöhen. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 375 Basispunkte im Jahr 2022 und 2023 dürfte die Riksbank eine weitere Anhebung im September auf einen Leitzins von 4,0% vornehmen und danach eine Pause einlegen. Diese Erwartung spiegeln auch die Geldterminmärkte wider, allerdings ist jüngst die Wahrscheinlichkeit für eine erneute Leitzinsanhebung im November angestiegen.

Inflation sinkt zwar, ist aber immer noch viel zu hoch

Abbau des Staatsanleihen-Portfolios wird beschleunigt

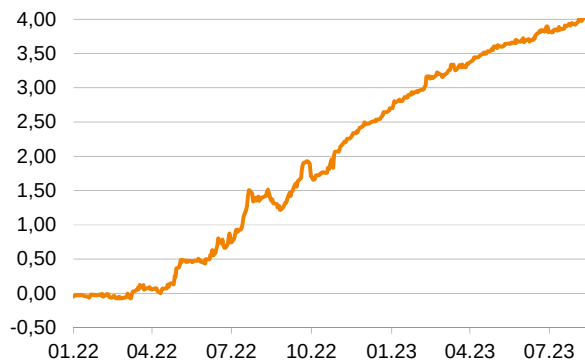
Riksbank dürfte den Leitzins noch um weitere 25 Basispunkte anheben

Die Rahmenbedingungen für die Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der schwedische Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeaufschläge zur Eurozone an Attraktivität verloren hat. Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich Schwedens Währung mittel-

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

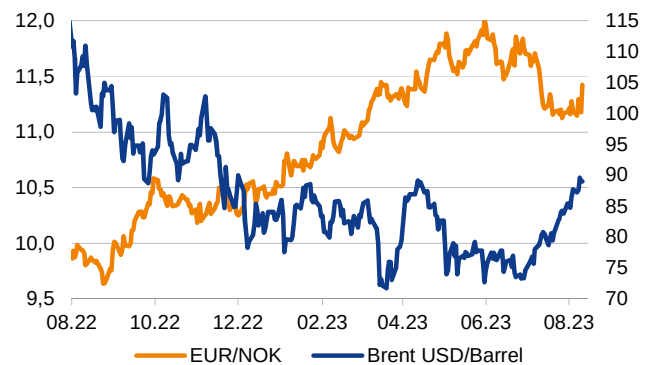
fristig wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) im kommenden Jahr auf 2,6% (J/J) abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,30 SEK.

SCHWEDEN: 3M STIBOR MIT FULMINANTEM ZINSANSTIEG IN PROZENT



Quelle: Refinitiv

NORWEGEN: ROHÖLPREISANSTIEG STÜTZT DIE KRONE
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Für Norwegens Wirtschaft und Währung ist der Rohölpreis ein wichtiger Einflussfaktor. Rund 75% der norwegischen Exporte entfallen auf Energieträger, vor allem Rohöl und Erdgas. Die Brent-Notierungen zogen seit Ende Juni um rund 20% an und hatten merklich positive Effekte auf die Krone. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich gegenüber dem Vorjahr zwar deutlich abschwächen aber mit 1,1% (J/J) stärker ausfallen als im Euroraum, der wohl nur sehr knapp an einer Schrumpfung vorbeischnappen dürfte. Die Renditeaufschläge der mittleren und längeren Laufzeiten gegenüber dem Euroraum haben sich seit ihren Tiefs im März auf rund 120 bis 130 Basispunkte ausgeweitet. Damit haben norwegische Zinsprodukte an Attraktivität hinzugewonnen.

Rohölpreisanstiege und Spreadausweitungen stützen die Krone

Der Arbeitsmarkt ist leergefegt, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,8%. Das Lohnwachstum dürfte in diesem Jahr auf 5,5% ansteigen. Dennoch fiel der Preisauftrieb im Juli mit 5,4% (J/J) etwas gemäßiger aus. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Juli auf 6,4% im Jahresvergleich gefallen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ bleibt aber vorerst außer Sichtweite. Beim Leitzinsentscheid am 17. August wurde die Policy Rate auf 4,0% festgesetzt. Wir gehen davon aus, dass im Laufe des Herbstes eine weitere Anhebung des Leitzinssatzes auf 4,25% erfolgt. Die Spreadentwicklung, bei der wir von einer weiteren Ausweitung ausgehen, sollte positive Effekte für die Krone ergeben. Profitieren sollte Norwegens Währung zudem vom Rohölpreisanstieg – wir halten auf Sicht von zwölf Monaten Notierungen um 95 USD pro Barrel für wahrscheinlich. Ferner dürfte die noch weiterhin restriktive Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig weiter nachgebende Inflationsraten der Krone zugutekommen. Wir gehen auf Jahresfrist bei EUR-NOK von Niveaus um 10,60 NOK aus.

Löhne steigen deutlich

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

EUR-NOK: Auf Jahresfrist Notierungen um 10,60 NOK wahrscheinlich

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Der geldpolitische Wind beginnt sich zu drehen

Nachdem die CE3-Währungen zunächst noch zuversichtlich in das zweite Halbjahr gestartet waren, sind sie zuletzt allesamt auf breiter Front unter Abgabedruck geraten. Ursächlich hierfür war zum einen das sich spürbar eingetrübte Sentiment gegenüber Schwellenländerwährungen. Zum anderen haben sich die marktseitigen Erwartungen gemehrt, wonach sich der geldpolitische Wind in den CE3-Staaten weiter drehen dürfte, will heißen, dass Leitzinssenkungen näher rücken. Neben dem weiter nachgelassenen Preisdruck dürften hierbei auch die sich eingetrübten konjunkturellen Aussichten eine Rolle spielen.

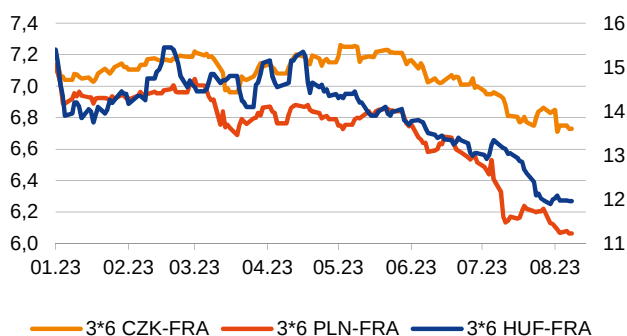
Eine wichtige Bedeutung kommt zudem den Äußerungen der Währungshüter zu. So stellte doch der stellvertretende Vorsitzende der ungarischen Notenbank (MNB), Virag, bereits vor längerem eine Angleichung der One-Day Deposit Rate (Notfall-leitzins) mit der Base Rate (ehemaliger offizieller Leitzins) bis September in Aussicht. Somit dürfte die One-Day Deposit Rate, welche aktuell 15% beträgt, nun sowohl Ende August als auch Ende September noch jeweils um weitere 100 Bp auf dann 13% nach unten genommen werden, um im angegebenen Zeitrahmen das Niveau der Base Rate (13%) zu erreichen. Danach wird es spannend, wird doch marktseitig nach dieser Angleichung der beiden Zinssätze damit gerechnet, dass der nächste geldpolitische Schritt der MNB eine Senkung des ehemaligen und dann auch wieder offiziellen Leitzinssatzes, der Base Rate, sein dürfte. Unserer Einschätzung zufolge sollten die ungarischen Währungshüter diesen Schlüsselzins erstmals Ende des Jahres nach unten nehmen.

CE3-Währungen haben einen schwereren Stand

Wie geht es in Ungarn geldpolitisch nach der Angleichung von One-Day Deposit Rate und Base Rate weiter?

MARKTSEITIGE LEITZINSSENKUNGSERWARTUNGEN HABEN ZUGENOMMEN

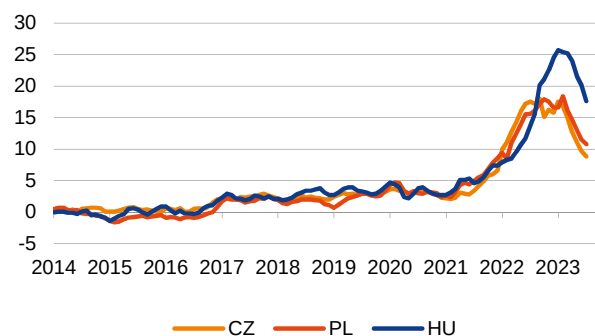
DIVERSE FRA-NOTIERUNGEN IN %, LS: CZK, PLN; RS: HUF



Quelle: Bloomberg

PREISDRUCK LÄSST ZWAR NACH, INFLATION DENNOCH WEITERHIN ZU HOCH

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



Quelle: Bloomberg

Auch in Tschechien beginnt sich der geldpolitische Wind zu drehen. So hat die dortige Zentralbank (CNB) zuletzt zwar den Leitzins abermals unverändert bei 7% belassen. Zugleich hat sich jedoch die Tür für eine erste Leitzinssenkung geöffnet. In diesem Zusammenhang erklärte die Zentralbank zum einen ihr FX-Interventions-regime offiziell für beendet. Diese Ankündigung erwischte die Krone auf dem falschen Fuß. Denn wenngleich die Währungshüter in Prag letztmalig im Oktober 2022 am Devisenmarkt aktiv waren, um der Währung im Kampf gegen die (importierte) Inflation unter die Arme zu greifen, so verlieh das Bekenntnis der Notenbank zu einer festen Krone dieser doch Selbstvertrauen. Wenngleich die CNB nach wie vor deutlich gemacht hat, gegen übermäßige Wechselkursschwankungen vorgehen zu wollen, so

CNB öffnet Tür für erste Leitzinssenkung

deuten die jüngsten Aussagen der tschechischen Zentralbank darauf hin, dass sie in Vorbereitung einer ersten Leitzinssenkung nun auch bereit zu sein scheint, eine etwas weniger starke Währung zu tolerieren als bislang. Zum anderen sorgte die Aussage von CNB-Chef Michl bei der Krone für Verunsicherung, wonach die Währungshüter in Prag ab Herbst über Leitzinssenkungen sprechen könnten.

Was das Timing der ersten tschechischen Leitzinssenkung betrifft, halten wir es für wahrscheinlich, dass die CNB bei ihrer nächsten Sitzung Ende September darüber diskutieren und dies dann auch entsprechend kommunizieren wird. Der Startschuss für den Leitzinssenkungszyklus könnte dann entweder bei dem Zusammentreffen der CNB Anfang November oder Ende Dezember erfolgen. Wir favorisieren angesichts der immer noch zu hohen Inflation, des robusten Arbeitsmarktes sowie vor dem Hintergrund der verunsicherten Krone den Dezembertermin.

**Ende des Jahres erste
Leitzinssenkung in Tschechien
erwartet**

In Polen hat das geldpolitische Gremium zwar offiziell noch nicht über Leitzinssenkungen diskutiert. Allerdings hält der Vorsitzende der dortigen Notenbank (NBP), Glapinski, bereits im September eine erste Leitzinssenkung für möglich. Angesichts der am 15. Oktober in Polen anstehenden Parlamentswahlen sowie vor dem Hintergrund des in den vergangenen Monaten immer mal wieder aufgekommenen politischen Drucks nach niedrigeren Zinsen, lassen die Worte Glapinskis aufhorchen. Unserer Einschätzung zufolge dürfte die NBP nach ihrer Sommerpause im September zwar den Leitzins noch nicht gleich senken, jedoch erstmals über geldpolitische Lockerungen sprechen. Auf Sicht von drei Monaten sollte dieser Schritt dann aber auch in Polen vollzogen sein. Der Zloty dürfte in diesem Umfeld gegenüber dem Euro spürbar kleinere Brötchen backen.

**NBP dürfte nach Sommerpause über
Leitzinssenkungen sprechen**

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

Türkei & Südafrika: Risiken für die Währungen bestehen fort

Von der türkischen Lira gibt es dieser Tage wenig Neues zu berichten. Vielmehr bewegt sich die Währung sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Dollar im Bereich ihrer jüngst ausgemachten Rekordtiefs. Neben dem sich zuletzt spürbar eingetrübten Sentiment gegenüber Schwellenländerwährungen ist es nach wie vor besonders die marktseitige Sorge vor einer nur halbherzig erfolgenden geldpolitischen Wende hin zu einer weniger expansiven bzw. restriktiven Geldpolitik. Befeuert wurden diese Bedenken zuletzt durch verschiedene Steuererhöhungen der Regierung in Ankara, die zusammen mit der weiter an Wert verlorenen Lira dazu beigetragen haben, dass die Inflation in der Türkei im Juli erstmals seit Herbst 2022 wieder angestiegen ist. Mit nun 47,73% (Gesamtrate, J/J) ist die Teuerung auf ihrem höchsten Stand seit März dieses Jahres anzutreffen.

**Inflation in der Türkei zuletzt wieder
gestiegen**

Diese Entwicklung rückt die nächste Leitzinssitzung der türkischen Notenbank (TCMB) am 24. August einmal mehr in den Fokus des Marktes. Zwar haben die dortigen Währungshüter unter ihrer neuen Vorsitzenden Erkan den Leitzins bei den letzten beiden Sitzungen spürbar von 8,50% auf aktuell 17,5% angehoben und weitere Erhöhungen in Aussicht gestellt. Allerdings blieben sie hierbei stets hinter den Erwartungen des Marktes zurück, welcher sowohl im Juni als auch im Juli noch beherztere Schritte erwartet hatte. Angesichts dessen, dass sich die konjunkturellen Aussichten in der Türkei eintrüben sollten, besteht nun das Risiko, dass die TCMB auch im Au-

**Enttäuscht die TCMB erneut die
Märkte?**

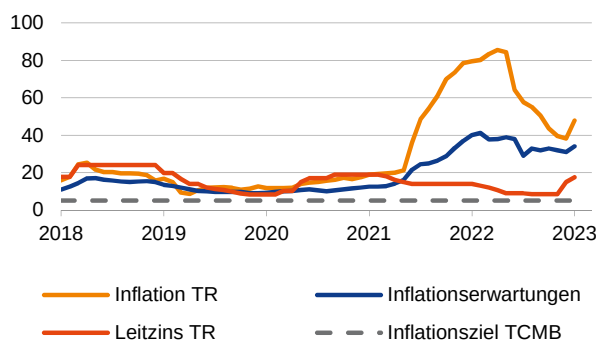
gust zum Leidwesen der Lira die Markterwartungen ein weiteres Mal enttäuschen könnte. Unserer Ansicht nach wäre eine Anhebung des Leitzinses (One-Week Repo Rate) auf mindestens 20% sowie ein „hawkishes“ Statement notwendig, um die Lira nicht erneut auf dem falschen geldpolitischen Fuß zu erwischen.

Dass der konjunkturelle Gegenwind zugenommen hat, dürften die am 31. August anstehenden Wachstumszahlen für das zweite Quartal deutlich machen. So wird hier marktseitig nach einem unerwartet robusten BIP-Plus von 4,0% (J/J) im ersten Quartal nur noch mit einem Wachstum von 2,5% (J/J) gerechnet.

Nachlassende Wachstumsdynamik erwartet

TÜRKIE: ERNEUT GESTIEGENE INFLATION RÜCKT TCMB-SITZUNG IN DEN FOKUS

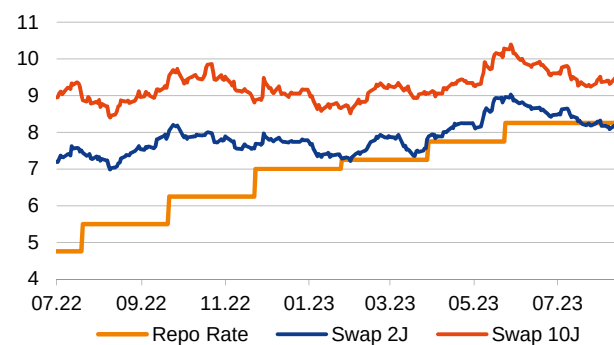
ALLE WERTE IN %, INFLATION GESAMTRATE J/J, INFLATIONSERWARTUNGEN DER NÄCHSTEN 12 MONATE (MEDIAN)



Quelle: Bloomberg

KEINE ZINSERHÖHUNGSERWARTUNGEN MEHR IN SÜDAFRIKA

IN %



Quelle: Bloomberg

Die vor zwei Monaten noch weit verbreitete Erwartung weiterer Zinserhöhungen der South African Reserve Bank (SARB) hat sich mittlerweile weitgehend verflüchtigt. Sichtbar wird dies unter anderem bei den 2-jährigen Swapsätzen, die inzwischen im Bereich des Leitzinses gehandelt werden. Bis zur nächsten Zinsentscheidung im September werden zwar noch die Verbraucherpreiszahlen für den Juli und den August veröffentlicht, und könnten damit den Zinsausblick erneut drehen, wahrscheinlicher erscheint jedoch ein weiterer Rückgang sowohl der Inflationsrate (5,5% J/J) als auch der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel (5,1% J/J), die schon im Juni wieder klar innerhalb der Zielspanne von 2% bis 6% lagen. Die zuletzt sehr hawkish auftretenden Notenbankvertreter wollen aber alles daran setzen, den Preisauftrieb noch weiter bis in die Mitte der Spanne zu drücken. Zinssenkungen stehen damit auf absehbare Zeit nicht zur Debatte.

Dank des Rückgangs der Inflationsrate kann sich die SARB zurücklehnen

Für den Rand bedeutet die Geldpolitik eine wichtige Stütze, im Universum der Emerging Market Währungen sind allerdings auch noch, besonders in Lateinamerika, deutlich höhere Zinsen und auch Realzinsen zu finden, so dass Südafrika hier kein Alleinstellungsmerkmal für sich reklamieren kann. Negativ wirkt für den Rand vor allem die unsichere politische Lage. Nach den Parlamentswahlen, voraussichtlich im Mai kommenden Jahres, droht dem regierenden ANC erstmals seit 1994 ein Verlust der absoluten Mehrheit. Damit müsste sich das politische Leben deutlich neugestalten und Koalitionen gebildet werden. Auf kommunaler Ebene wird dies bereits seit einiger Zeit erprobt, oftmals kommt es dabei aber zu wenig stabilen Verhältnissen. Vergleichbares auf Landesebene würde den Rand merklich belasten.

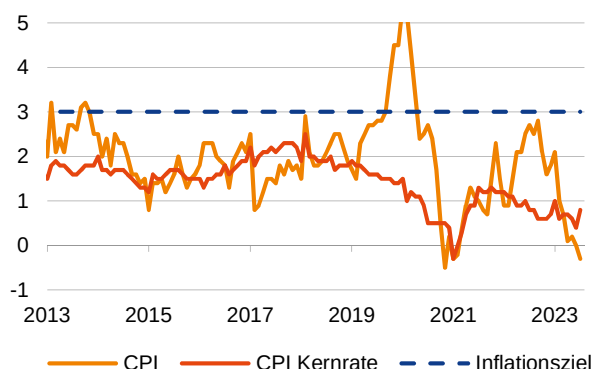
Politische Unsicherheiten drohen

China: Yuan muss auf staatlichen Support hoffen

In den letzten Tagen wollten die konjunkturellen Hiobs-Botschaften aus dem Reich der Mitte einfach nicht abklingen. Schwacher Außenhandel, stolpernder Privatkonsum, Rutsch in die Deflation und jetzt auch noch eine neue Welle an Immobilien-Sorgen durch die Schieflage von Country Garden. Während der Markt sich schon länger damit auseinandersetzt, dass die Nachholeffekte nach dem Ende der Null-Covid-Politik enttäuschend gering sind und die Schwäche der Weltwirtschaft den Exportsektor ausbremst, wurde der fragile Immobilienmarkt als dritte „Baustelle“ der chinesischen Konjunktur lange verdrängt. Dabei ist diese Krise hausgemacht: Chinas Staatsführung hat vor drei Jahren mit überzogenen und unausgewogenen Regulierungen versucht, ein Überhitzen des Immobilienmarktes zu verhindern, und damit die gegenwärtige Krise mitverschuldet.

Konjunktureller Gegenwind von allen Seiten

CHINA IN DER DEFLATIONSFALLE
KONSUMENTENPREISE, VER. J/J, IN %



Quelle: Refinitiv

INTERVENTIONSRISKO STEIGT ZUSEHENDS
USD-CNY



Quelle: Refinitiv

Die drohende Zahlungsunfähigkeit des eigentlich als solide geltenden Konzerns Country Garden dürfte die kommenden Handelswochen prägen, sie ist aber nur die Spitze des Eisbergs. Einerseits überschlagen sich die Spekulationen über staatliche Hilfen: Liquiditätshilfen für Immobilienentwickler, subventionierte Hypotheken für Erstkäufer von Wohnungen, spezielle Kreditfazilitäten bei der Notenbank, ... die Wunschliste ist lang. Andererseits gibt es aber berechnete Zweifel, ob diese Maßnahmen genügen können, um die lahmende Binnennachfrage dauerhaft anzukurbeln. US-Präsident Biden sprach jüngst sogar von China als „tickender Zeitbombe“, ausnahmsweise nicht aufgrund seiner sicherheitspolitischen Bedenken, sondern wegen der wirtschaftlichen Probleme.

Country Garden nur Spitze des Eisbergs

Für Chinas Währung bedeutet diese Gemengelage eisigen Gegenwind. Das USD-CNY-Verlaufshoch vom Oktober 2022 bei 7,3270 USD ist in Reichweite. Argumente für eine nachhaltige Trendwende sind vorerst nicht in Sicht, bestenfalls kann es darum gehen, die Yuan-Abwertung zu bremsen. Sollte Peking ein umfangreiches Hilfspaket beschließen, dürfte dies das Yuan-Sentiment zwar kurzfristig aufhellen, beseitigt ist das Kernproblem damit aber noch lange nicht. Daher ruhen die Hoffnungen auf den „freiwilligen“ Yuan-Stützungskäufen der staatlichen Geschäftsbanken, die als quasi-Intervention gewertet werden müssen. Echte offizielle Interventionen durch die Währungsbehörde SAFE (State Administration of Foreign Exchange) hat es seit Jahren nicht gegeben, doch die Wahrscheinlichkeit einer Reaktivierung wächst rasant. Dass der seit Juli amtierende neue Notenbankchef Pan

Neuer Notenbankchef Pan war früher bei der Währungsbehörde SAFE, Interventionsrisiko wächst stetig

bisher bei der Währungsbehörde gearbeitet hat, dürfte sicherstellen, dass er ein wachsames Auge auf die Yuan-Schwäche und deren Folgen für die Deflation hat und sie nicht leichtfertig außer Kontrolle geraten lassen wird.

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

Brasilien & Mexiko: Zinssenkung und Warten auf Zinssenkung

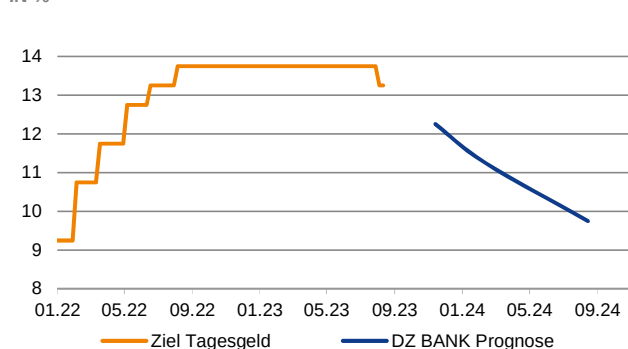
Die Banco Central do Brasil hat wie erwartet einen Zinssenkungskurs eingeschlagen. Der erste Schritt lag mit 50 Bp auf 13,25% etwas über den durchschnittlichen Prognosen und die Entscheidung fiel mit fünf zu vier Stimmen sehr knapp aus. Einig war sich das Führungsgremium allerdings darin, dass es künftig mit dieser Schrittweite weiter nach unten gehen soll. Entsprechend erwarten wir bei den drei ausstehenden Sitzungen in diesem Jahr jeweils eine 50 Bp Senkung, die den Leitzins dann auf 11,75% nach unten schleusen würden. Auch im kommenden Jahr wird es wohl bei den Zinsen weiter abwärts gehen. Auf Jahressicht könnte der Leitzins dann unter die Marke von 10% rutschen. Das Protokoll zu der Sitzung zeigte, dass die Notenbank über das gesamte kommende Jahr trotz der Lockerungen grundsätzlich noch einen bremsenden Kurs fahren will. Damit wurden auch deutliche Hürden für noch größere Zinsschritte nach unten aufgestellt. Mit dem nun für die nächsten Monate deutlich vorgezeichnetem Zinsweg nach unten hat sich die Notenbank auch weitgehend von der in den nächsten Monaten zu erwartenden Inflationsentwicklung abgekoppelt. Aufgrund von Basiseffekten durch Steuersenkungen kam es bereits im Juli zu einem Anstieg der Inflationsrate auf 4,0% (J/J) von zuvor 3,2% (J/J). Auch im August und September ist hier mit steigenden Jahresraten zu rechnen, so dass zum Jahresende auch die Obergrenze der Zielspanne von 4,75% überschritten werden dürfte. Dem stand aber eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung bei den verschiedenen von der Notenbank beobachteten Indikatoren für den Inflationstrend gegenüber, der wohl auch noch in den nächsten Monaten anhalten dürfte.

Auch wenn eine Zinswende grundsätzlich erwartet worden war, hat der Real die Aussicht auf die deutlich sinkenden Zinsen zunächst nicht sehr positiv aufgenommen und im August merklich schwächer notiert. Nach der starken Entwicklung im ersten Halbjahr ist diese Schwäche jedoch kein größerer Beinbruch und da nun der Zinsweg vorgezeichnet ist und keine weiteren Überraschungen drohen, sollten weitere Verluste begrenzt bleiben, zumal auch das Zinsniveau grundsätzlich hoch bleibt und nur in wenigen Währungen ein vergleichbar hoher Realzins zu beobachten ist.

Zinspfad nach unten in Brasilien vorgezeichnet

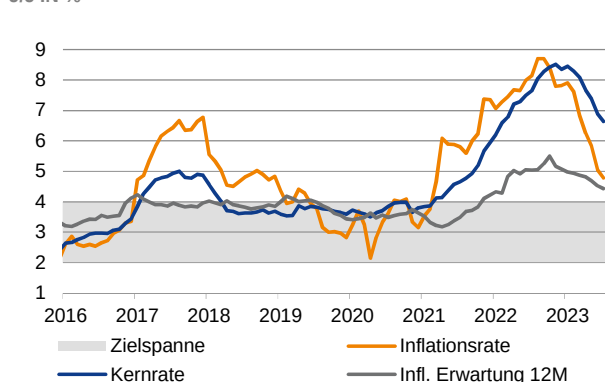
Schwacher Real im August, aber grundsätzlich unterstützendes Umfeld bleibt bestehen

ZINSENKUNGEN WERDEN SICH IN BRASILIEN FORTSETZEN



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

KLARER ABWÄRTSTREND BEI DEN INFLATIONSZAHLEN IN MEXIKO



Quelle: Bloomberg

Die nächsten Wochen werden in Mexiko noch von dem Rennen um die Kür der Präsidentschaftskandidaten für die Wahlen im Juni kommenden Jahres bestimmt. In den Umfragen liegen die möglichen Kandidaten des Regierungsbündnisses um die Partei (Morena) von Präsident Lopez Obrador zwar weiterhin vorn, der Abstand hat sich aber etwas verringert. Bei Morena läuft es wohl auf einen Zweikampf zwischen der ehemaligen Bürgermeisterin von Mexiko-Stadt, Claudia Sheinbaum, die derzeit in den Umfragen führt, und dem ehemaligen Außenminister, Marcelo Ebrard, hinaus. Innerhalb des Oppositionsbündnisses „Va por México“ hat sich überraschend die parteilose Senatorin Xóchitl Gálvez, die aber der Fraktion der konservativen PAN angehört, an die Spitze gesetzt. Gálvez profitierte erheblich davon, dass sie in den morgendlichen Pressekonferenzen des Präsidenten massiv kritisiert wurde und damit nationale Bekanntheit errang. Für das Regierungsbündnis ist sie sicherlich eine schwierigere Gegnerin als Vertreter des Parteienestablishments, wie dem Präsidenten der Abgeordnetenkammer Santiago Creel (PAN), der es in einer ersten Vorauswahl der Opposition lediglich auf Platz drei schaffte. Davor konnte sich die Senatorin Beatriz Paredes (PRI) platzieren. Anfang September wollen beide Bündnisse ihre jeweiligen Kandidaten benennen. Der Wahlkampf dürfte sich dann noch intensivieren. Weitere Kandidaten außerhalb der beiden Bündnisse könnten zwar noch in das Rennen einsteigen, echte Chancen dürften sie aber nicht haben. Ein noch möglicher Kandidat der Partei „Movimiento Ciudadano“ würde wohl vor allem die Chancen der Opposition beeinträchtigen.

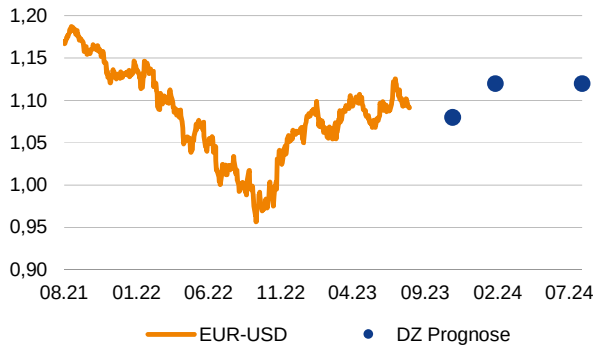
Kandidatensuche bald beendet

Neben der politischen Arena wird die Frage nach dem Termin einer ersten Zinssenkung in Mexiko die kommenden Monate dominieren. Zwei Voraussetzungen müssen vermutlich für eine Zinswende erfüllt sein. Zum einen sollte die Fed ihren Zinserhöhungskurs zumindest beendet haben, was im Herbst der Fall sein könnte. Zum anderen muss die Inflationsrate in einem ausreichenden Maß gesunken sein. Insbesondere bei der Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel, die im Juli mit 6,6% (J/J) noch sehr hoch war, ist in den kommenden Monaten mit einem weiteren deutlichen Rückgang zu rechnen. Anfang des Jahres lag der Preisauftrieb in dieser Abgrenzung noch im Bereich 8,5%. Bei der Gesamtrate ist zuletzt die Zielspanne der Notenbank für die Inflationsrate von 2% bis 4% mit 4,8% zumindest wieder in Sichtweite gekommen. Der Leitzins von 11,25% wirkt mit der Entspannung bei den Preisen immer stärker bremsend. Bei der letzten Notenbanksitzung des Jahres im Dezember könnt dann auch die Banco de México dem Vorbild Brasiliens folgen und einen Zinssenkungsprozess einleiten.

Zinssenkung muss in Mexiko noch warten

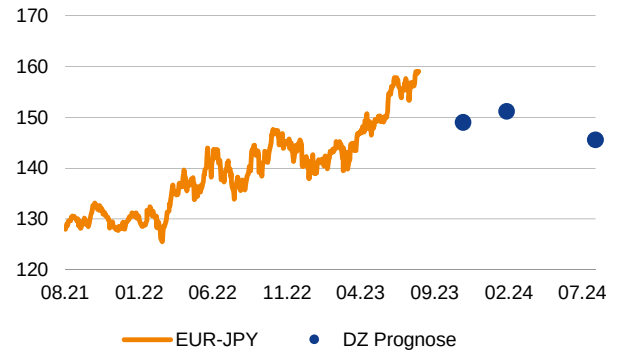
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



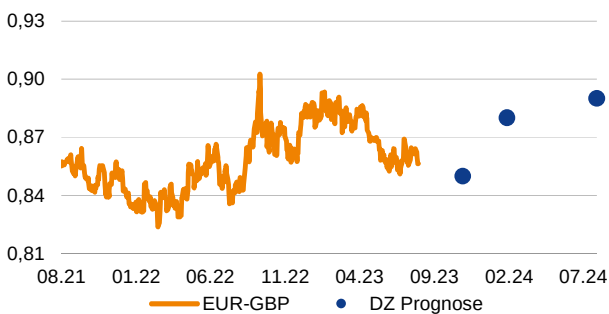
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



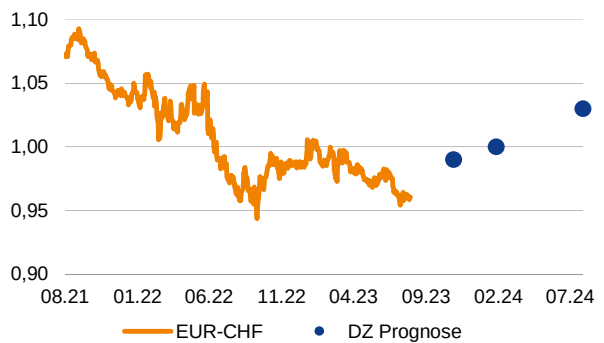
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



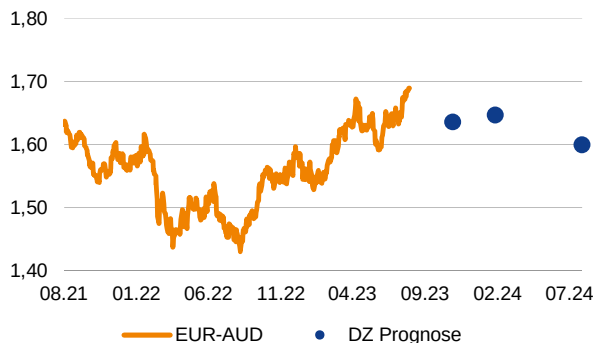
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



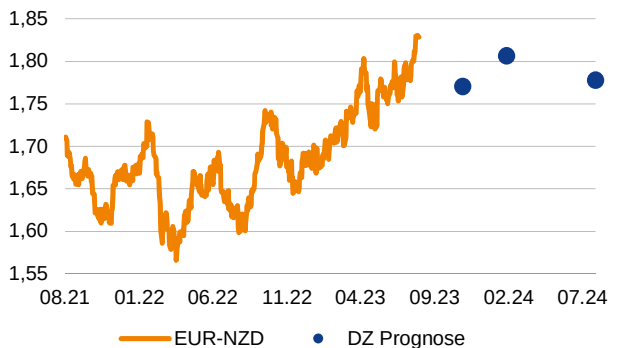
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



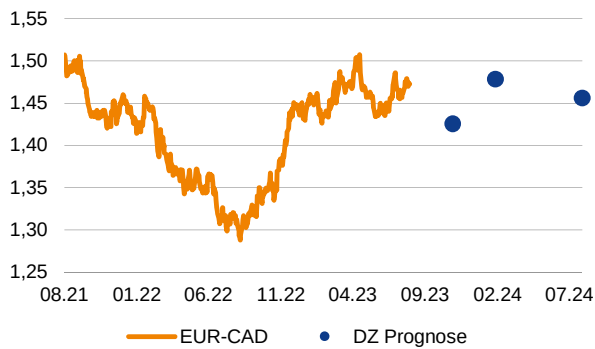
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



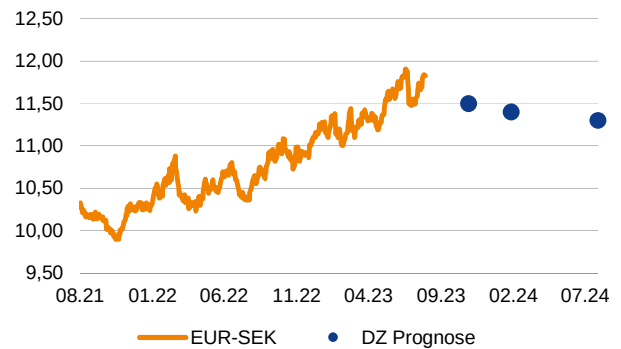
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



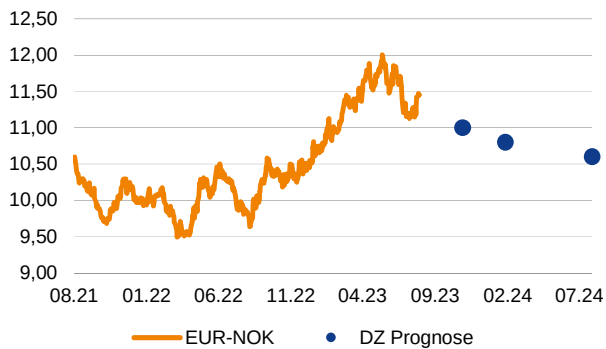
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



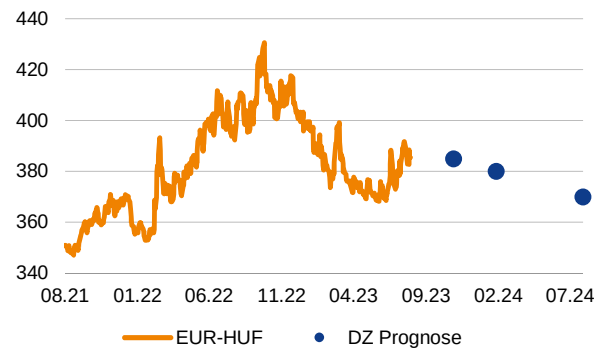
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



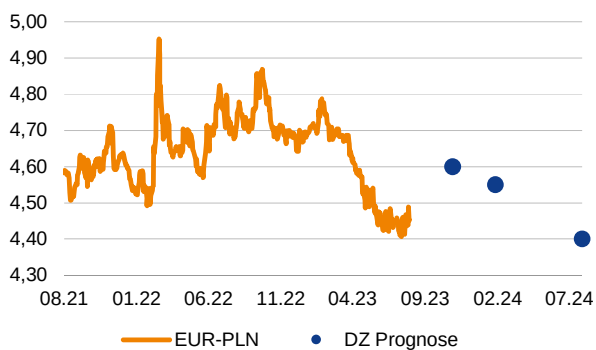
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



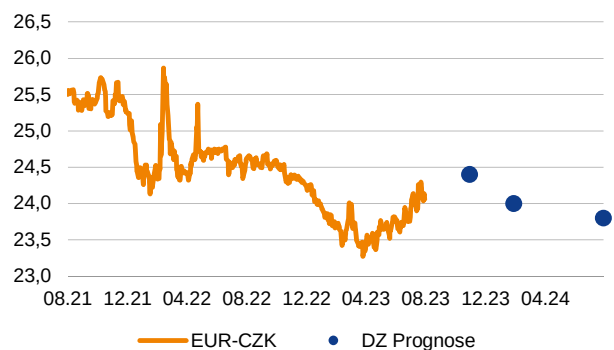
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



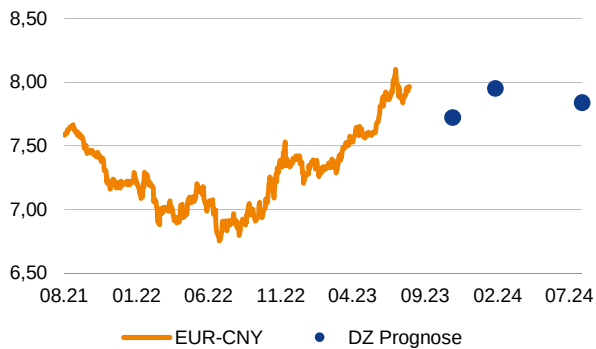
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



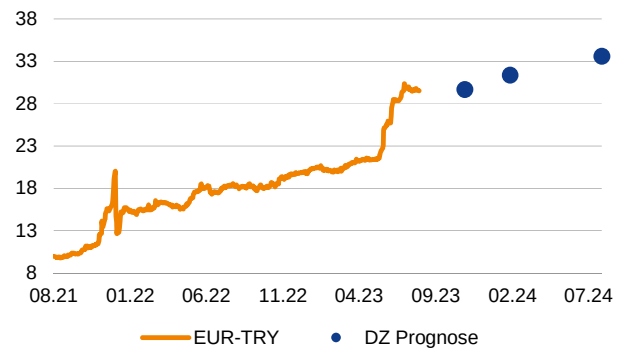
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



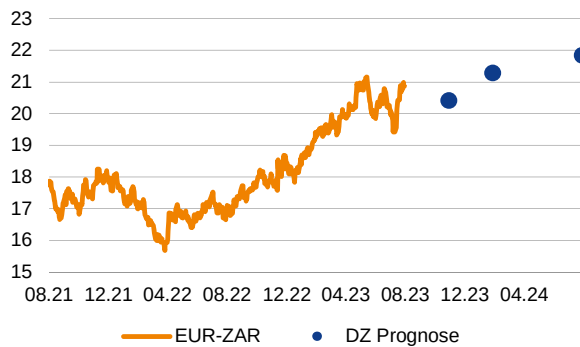
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



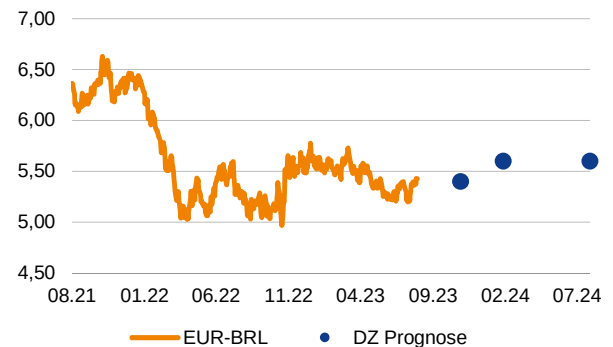
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



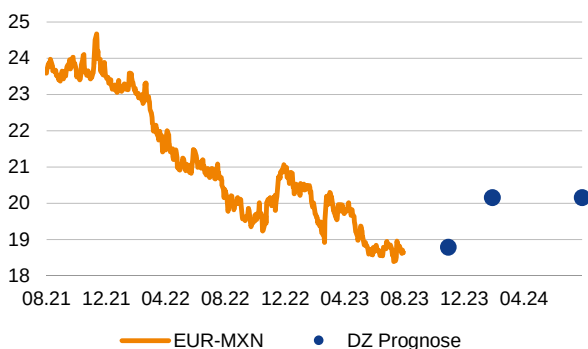
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

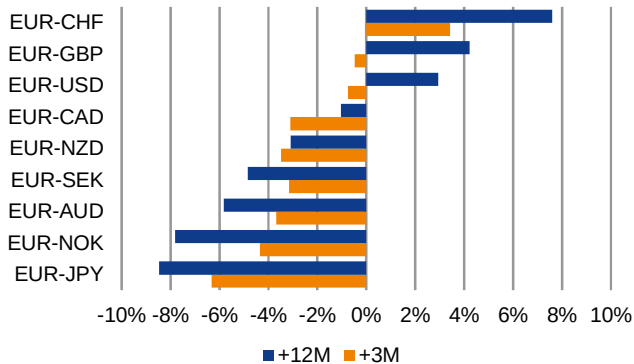
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

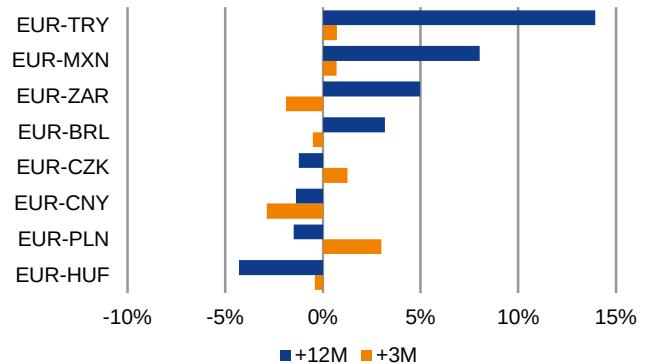
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.0876	1.08	1.12	1.12
EUR/GBP	0.8549	0.85	0.88	0.89
EUR/JPY	159.22	149	151	146
EUR/CHF	0.9574	0.99	1.00	1.03
EUR/AUD	1.6929	1.64	1.65	1.60
EUR/NZD	1.8341	1.77	1.81	1.78
EUR/CAD	1.4722	1.43	1.48	1.46
EUR/NOK	11.54	11.00	10.80	10.60
EUR/SEK	11.87	11.5	11.4	11.3
EUR/PLN	4.4687	4.60	4.55	4.40
EUR/CZK	24.10	24.4	24.0	23.8
EUR/HUF	386.9	385	380	370
EUR/TRY	29.46	29.7	31.4	33.6
EUR/ZAR	20.86	20.4	21.3	21.8
EUR/CNY	7.9405	7.72	7.95	7.84
EUR/BRL	5.4285	5.40	5.60	5.60
EUR/MXN	18.64	18.8	20.2	20.2

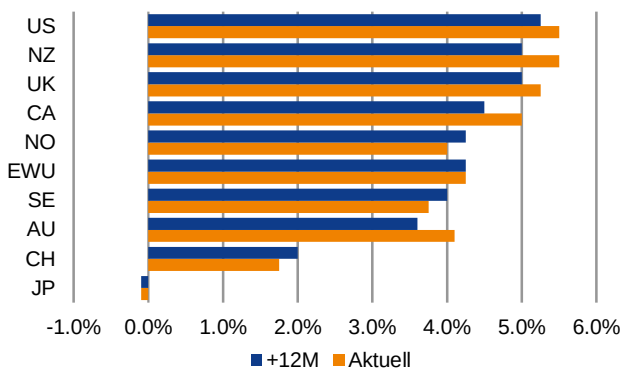
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0876	1.08	1.12	1.12
GBP/USD	1.2722	1.27	1.27	1.26
USD/JPY	146.39	138	135	130
USD/CHF	0.8803	0.92	0.89	0.92
AUD/USD	0.6425	0.66	0.68	0.70
NZD/USD	0.5930	0.61	0.62	0.63
USD/CAD	1.3536	1.32	1.32	1.30
USD/NOK	10.61	10.19	9.64	9.46
USD/SEK	10.91	10.6	10.2	10.1
USD/PLN	4.1088	4.26	4.06	3.93
USD/CZK	22.16	22.6	21.4	21.3
USD/HUF	355.7	356	339	330
USD/TRY	27.08	27.5	28.0	30.0
USD/ZAR	19.18	18.9	19.0	19.5
USD/CNY	7.3009	7.15	7.10	7.00
USD/BRL	4.9912	5.00	5.00	5.00
USD/MXN	17.14	17.4	18.0	18.0

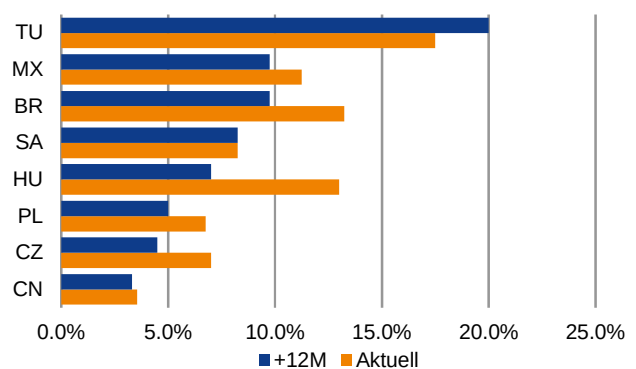
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

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

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	0,3	0,8	1,1	0,6	-0,1	0,0
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	5,8	3,0	8,0	6,2	4,8	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-3,4	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,6	2,1	2,4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	1,9	1,0	1,8	2,6	1,9	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,4	3,0	5,8	4,1	3,8	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-4,4	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-2,9	-3,0				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	1,1	1,2	1,9	0,8	1,0	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,8	1,5	3,6	3,5	2,4	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-5,8	-3,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2	2	2				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,1	0,2	0,5	0,2	0,2	0,3	0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	7,5	3,0	10,2	8,4	7,0	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,2	-4,3	-4,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,4	-2,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,4	1,3	0,7	0,3	0,2	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	2,3	1,4	3,2	2,1	1,6	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	0,1	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,2	6,4	6,3				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,7	1,6	1,8	2,3	1,7	1,3	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	6,6	5,8	3,6	7,0	6,0	5,6	4,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,7	1,6	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,1	2,3	0,3				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	0,0	2,7	1,8	0,0	-1,5	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,2	5,2	1,7	6,7	6,3	4,5	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-1,7	-1,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-8,6	-3,4	-2,6				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	1,0	0,9	2,2	1,5	0,3	-0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	6,8	3,8	3,0	5,1	3,5	3,3	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,3	-1,8	-4,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,3	-2,1	-2,5				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	-0,5	0,7	0,8	-0,1	-1,4	-0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	8,1	2,6	11,4	9,6	7,3	4,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	-1,5	-0,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,7	4,5	3,9				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	1,1	0,5	2,4	1,5	0,2	0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	5,7	3,1	6,6	6,5	5,0	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	27,4	16,5	7,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	30,1	15,2	16,9				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,6	-0,7	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	14,6	18,9	7,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-5,5	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-8,1	-0,8	-1,8
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,4	0,8	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	12,5	7,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-5,3	-3,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	0,8	0,1
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	-0,4	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	10,5	1,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-4,5	-1,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,0	1,0	0,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,6	2,1	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	72,3	46,5	42,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,5	-4,7	-3,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,7	-4,0	-2,0
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,6	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	5,9	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-5,1	-4,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-2,9	-1,9
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	5,5	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	0,6	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-9,4	-7,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	1,4	1,6
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	2,0	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	4,7	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-8,0	-7,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-1,6	-3,7
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	2,3	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,5	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-3,5	-3,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-1,2	-0,9

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendendaristokraten):	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 und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als

„Finanzanalyse“ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den

Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als

„Sonstige Research-Information“ bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

- 2.** Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- 3.** Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

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