

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Ungemütliche Wintermonate erwartet – Revidierte FX-Prognosen

Marktseitig dominieren auf breiter Front weiterhin Inflations- und Rezessionssorgen das Geschehen. Im Fokus stehen hierbei nach wie vor die Notenbanken und damit verbunden die Frage, wie stark sie die Leitzinsen im Kampf gegen die Inflation noch anheben werden (müssen). So tauchen doch vermehrt Stimmen auf, die angesichts der spürbaren Wachstumsrisiken vor einer übermäßigen Straffung der geldpolitischen Zügel warnen. Und dass sich die Geldpolitiker zunehmend in der sprichwörtlichen Zwickmühle befinden, dürften die kommenden Monate weiter deutlich machen. Wir haben angesichts der jüngsten Entwicklungen (u.a. Gaslieferstopp durch Russland) unsere Inflationsprognosen für eine ganze Reihe von Volkswirtschaften, u.a. USA und EWU erneut nach oben und unsere Wachstumserwartungen für die kommenden Quartale entsprechend nach unten genommen.

Was den Blick auf den Devisenmarkt und zunächst auf Euro-Dollar betrifft, so dürfte hierbei besonders auf kurze Sicht, sprich in den Winter hinein, besonders die Gemeinschaftswährung die Leidtragende sein. Ein wichtiger Punkt ist hierbei die massive Energieunsicherheit, die Europa wesentlich stärker betrifft als die USA und dazu führen dürfte, dass besonders energieintensiv produzierende Unternehmen in der E(W)U zum Teil ihre Produktion drosseln müssen und nicht mehr in dem gewohnten Ausmaß produzieren können. Bei den privaten Haushalten werden die Ausgaben-spielräume hingegen durch die außergewöhnlich hohen Energie- und Nahrungsmittelpreise ebenfalls spürbar eingeschränkt und damit das Realeinkommen deutlich vermindert. Angesichts der engen wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen zwischen der E(W)U und den CE3-Staaten sollten unter diesen Vorzeichen auch der polnische Zloty sowie der ungarische Forint auf kurze Sicht gegenüber dem Euro nun einen noch schwereren Stand haben. Die tschechische Krone dürfte hingegen, dank der regen Interventionstätigkeit ihrer Notenbank am FX-Markt, ungeachtet der verhaltenen fundamentalen Aussichten weiterhin vor übermäßigen Kursverlusten verschont bleiben. In diesem auf kurze Sicht von einer spürbaren Risikoaversion geprägten Marktumfeld gestehen wir nun auch dem Schweizer Franken, als klassischer Sicherer Hafen, gegenüber dem Euro zunächst noch etwas stärkere Kursgewinne zu als wir ohnehin schon veranschlagt hatten.

Von seiner alten Rolle als Sicherer Hafen dürfte hingegen der japanische Yen auch zum Ende des Jahres hin nur träumen. Denn wenngleich Japan jüngst zugunsten des Yen interveniert hat, dürfte er nach wie vor auf sehr wackeligen Beinen stehen. So ist doch davon auszugehen, dass die staatlichen FX-Eingriffe letztendlich weitgehend wirkungslos verpuffen werden, solange die japanische Notenbank vor dem Hintergrund der weltweit steigenden Zinsen an ihrer ultra-lockeren Geldpolitik festhält.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
22.9.2022 16:38 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EUR-USD: Auf kurze Sicht überwiegen die Abwärtsrisiken	2
Japan: Der währungspolitische Geduldsfaden reißt – Interventionen	3
UK: Lage zwar nicht rosig, jedoch (vorerst) auch nicht hoffnungslos	4
Schweiz: SNB verabschiedet sich von der Negativzinspolitik	5
Australien, Neuseeland: Hawkische Zentralbanken auf Straffungskurs	6
Kanada: Geldpolitische Straffung noch nicht abgeschlossen	8
Skandinavien: Notenbanken bleiben im Zinserhöhungszyklus	9
SCHWELLENLÄNDER	11
Osteuropa: Ungemütliche Wintermonate voraus	11
Türkei & Südafrika: Politische Sorgenkinder	12
China: Yuan ist angeschlagen, aber besser als sein Ruf	14
Brasilien & Mexiko: Inflationsentspannung vs. Beschleunigung	15
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	17
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	20
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	21
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	22
I. IMPRESSUM	23

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Auf kurze Sicht überwiegen die Abwärtsrisiken

Auch am Devisenmarkt schlägt sich die allgemein hohe Volatilität an den Finanzmärkten nieder. EUR-USD konnte im Nachgang der jüngsten EZB-Sitzung zuletzt Kurse von knapp unter 1,02 USD erreichen, hat sich seither jedoch wieder in den Bereich der Parität zurückgezogen. Aufgrund der sich immer weiter eintrübenden wirtschaftlichen Aussichten für die Eurozone haben wir uns entschlossen, unser kurzfristiges Kursziel deutlich nach unten zu revidieren: auf Sicht von drei Monate gehen wir nun in Euro-Dollar von einem durchaus signifikanten Kursrückgang auf 0,95 USD aus.

Zunächst ist als Begründung hierfür sicherlich die nicht mehr vermeidbare, deutliche Rezession in der Eurozone zu nennen. Zuletzt hat sich der Markt wieder vermehrt auf das Thema Inflation fokussiert, dies dürfte sich jedoch ändern, wenn sich die Datenlage im Herbst/Winter immer weiter verschlechtert. Wir gehen nun davon aus, dass die Wirtschaft der Eurozone bereits im laufenden dritten Quartal um 0,7% (Q/Q) schrumpft. Q4 2022 und Q1 2023 (-1,2% Q/Q!) dürften sogar noch schwieriger werden, bevor sich die Lage im zweiten Quartal des kommenden Jahres langsam erholt. Die schwierige wirtschaftliche Situation wird von einer hohen Inflation begleitet, die die EZB dazu zwingen wird, an ihrem aktuellen, dynamischeren Straffungskurs festzuhalten. Wir gehen davon aus, dass der Einlagesatz bis Februar 2023 auf 2,25% angehoben wird. Dies könnte dem Euro zwischenzeitlich immer wieder kurzfristige Unterstützung geben, überwiegen werden u.E. nach für ihn jedoch die realwirtschaftlichen Hiobsbotschaften.

Hinzu kommt, dass in diesem Umfeld davon auszugehen ist, dass das allgemeine Marktsentiment fragil bleibt. Ebenfalls ein Faktor, der traditionell auf dem Euro lastet – und den Dollar unterstützt. Auch die politische Lage in Europe birgt Risiken für die Gemeinschaftswährung. Die Wahlen in Italien bieten fraglos politischen Sprengstoff, aber auch die Energiekrise könnte in der Union für neue Spannungen sorgen. Vergangene Krisen haben gezeigt, dass die Länder der Eurozone nicht zwangsläufig zusammenrücken, wenn die Zeiten hart werden.

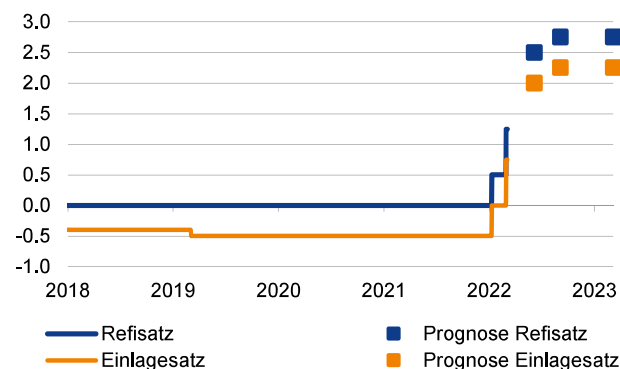
Wir haben unsere EUR-USD Prognose auf Sicht von 3 Monaten deutlich nach unten revidiert

Rezession in der Eurozone dürfte gravierender ausfallen

Bevorstehender, ökonomisch schwieriger Winter birgt auch politische Unwägbarkeiten

EZB EBNET DEN WEG FÜR WEITERE ZINSERHÖHUNGEN

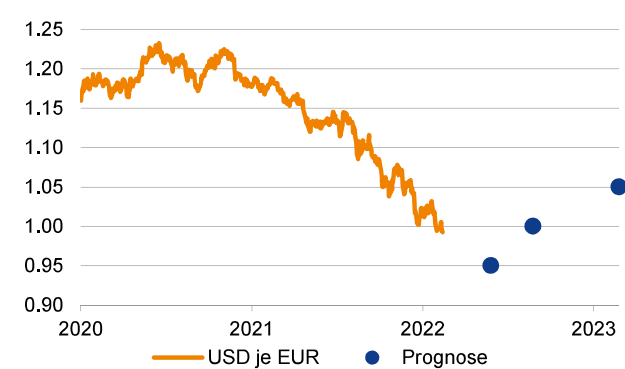
EZB LEITZINSEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

EUR-USD: RÜCKSCHLAGSGEFAHREN LAUERN

EUR-USD KASSAKURS



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Natürlich sieht die Lage in den USA ebenfalls nicht rosig aus. Und bis vor kurzem war dies ein wichtiger Grund dafür, dass wir den Dollar durchaus kritisch gesehen haben. Aber am Devisenmarkt ist bekanntlich alles relativ und im direkten Vergleich steht der Dollar, zumindest auf Sicht der kommenden Monate, einfach besser da. Auch die USA steuern auf eine Rezession zu, diese wird sich aber erst im ersten Quartal 2023 wirklich entfalten – also deutlich später als in der Eurozone. Zunächst werden die Daten jenseits des Atlantiks daher wesentlich robuster ausfallen als diesseits. Außerdem dürfte der Dollar, wie oben bereits erwähnt, von seinem Status als Krisenwährung profitieren.

Im kommenden Jahr dürfte sich das Blatt dann, wenngleich langsam, wenden. Im Verlauf des ersten Quartals sollte sich der Blick nach und nach auf die danach anstehende konjunkturelle Erholung in Europa richten. Sowohl die EZB als auch die Fed haben zu diesem Zeitpunkt ihre Leitzinsanhebungszyklen beendet, erneute Zinssenkungen stehen jedoch erst mal nicht auf der Agenda, da der Inflationsdruck nur langsam nachlässt. Nachlassende Unsicherheiten und eine sich zumindest am Horizont abzeichnende wirtschaftliche Erholung sollten das allgemeine Marktsentiment verbessern. Dies dürfte auch dem Euro wieder etwas Erleichterung verschaffen. Wir gehen daher davon aus, dass Euro-Dollar auf Sicht von sechs Monaten wieder auf die Parität zurückkehren und auf Sicht von zwölf Monaten die Marke von 1,05 USD erklimmen kann.

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

Rezession droht auch in den USA, aber deutlich später als in der Eurozone

EUR-USD mit nur sehr moderatem Aufwärtspotenzial in Richtung von 1,05 USD im kommenden Jahr

Japan: Der währungspolitische Geduldsfaden reißt - Interventionen

Während der Yen auch weiterhin zu den traurigen Schlusslichtern unter den von uns beobachteten Währungen gehört, hat der interne Machtkampf zwischen Finanzministerium und Notenbank die nächste Eskalationsstufe erreicht. Bekanntlich ist Japans Regierung mit der anhaltenden Yen-Schwäche unzufrieden, während die Notenbank sie aufgrund der (mutmaßlichen) Impulse für das Überwinden der strukturellen Deflationserwartung positiv sieht. Die Hoheit über Wechselkursfragen liegt beim Finanzministerium, praktisch umgesetzt werden Interventionen jedoch von der Bank von Japan. Dies führt uns zu einer geradezu paradoxen Situation: Japan hat am Donnerstagvormittag erstmals seit 1998 zur Stützung des Yen interveniert. Doch während die BoJ am FX-Markt (widerwillig) als Käuferin von Yen auftritt, führt sie dies Aktion ad absurdum, indem sie am Anleihemarkt als Verkäuferin von Yen agiert, um das JGB-Renditeziel zu sichern. Die BoJ hat also den „Befehl“ des Finanzministeriums wortgetreu umgesetzt, durch ihr eigenes Handeln aber die Wirkung neutralisiert. Die Kluft zwischen den beiden Institutionen wird immer unübersehbarer und hat mit der heutigen Intervention eine neue Stufe erreicht.

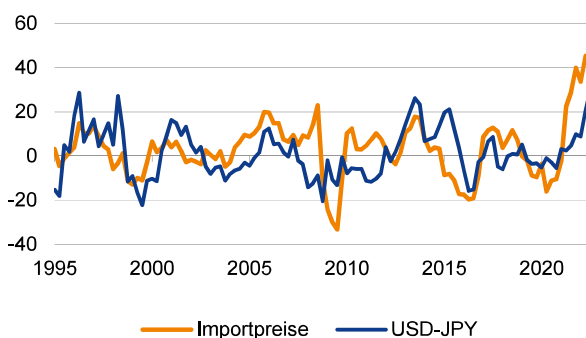
Kluft zwischen Finanzministerium und BoJ immer größer

Die spontane Reaktion in USD-JPY war unmissverständlich (Kursrutsch von gut 145,80 JPY im Tief bis 140,70 JPY), und dennoch zweifeln wir, dass dies der Startschuss zu einer nachhaltigen Trendwende zugunsten des Yen war. Über die grundsätzlichen Erfolgsaussichten von Markteingriffen ließe sich vortrefflich streiten, doch es kommt nicht von ungefähr, dass Interventionen eigentlich ein Relikt aus früheren Jahrzehnten sind. Weitgehend Einigkeit besteht darin, dass sie -wenn überhaupt- nur dann sinnvoll sind, wenn es um die Korrektur spekulativer Übertreibungen geht, während sich ein fundamental berechtigter Trend praktisch nicht drehen lässt. Und um eine solche fundamental berechnete Entwicklung handelt es sich bei der Yen-Schwäche der letzten Monate. Die Kombination aus global überragender USD-

Selbst bei anhaltenden Interventionen: Trendwende für den Yen unwahrscheinlich, solange BoJ stur bleibt und das USD-Bild nicht dreht

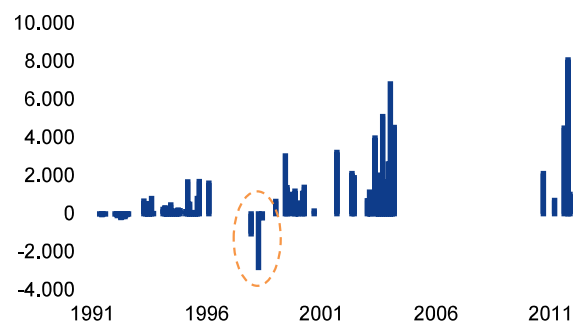
Stärke und demonstrativ expansiver Geldpolitik in Japan macht einen schwachen Yen zur einzig logischen Konsequenz. Interventionen können dieses Bild zwar kurz irritieren, und auch für die kommenden Wochen rechnen wir interventionsbedingt mit erhöhter Volatilität. Mehr als günstige Einstiegsmöglichkeiten für neue JPY-Short-Positionen dürften sich aber kaum ergeben. Das soll aber nicht bedeuten, dass der Yen auch im kommenden Jahr weiter ins Bodenlose fallen wird. Mit unserer USD-JPY-Prognose von 135 JPY (+12M) setzen wir offensichtlich auf eine deutliche Wende, die allerdings überwiegend von der USD-Seite bzw. US-Geldpolitik geprägt ist.

STETIGE YEN-SCHWÄCHE VERSCHÄRFT IMPORTIERTE INFLATION IMPORTPREISE UND USD-JPY, VERÄND. J/J IN %



Quelle: Refinitiv

INTERVENTIONEN ZUR YEN-STÜTZUNG SIND DENKBAR SELTEN MONATLICHE KÄUFE VON USD ODER EUR VS. YEN, IN MRD. JPY



Quelle: Ministry of Finance Japan

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

UK: Lage zwar nicht rosig, jedoch (vorerst) auch nicht hoffnungslos

Wenn auch die Querelen um die Nachfolge von Boris Johnson mit Liz Truss' Wahlsieg als Vorsitzende der konservativen Partei beigelegt sind, so sind doch die übrigen Probleme nicht gelöst, vor allem die sogenannte Lebenshaltungskostenkrise. Die Teuerung stieg im Juli auf 10,1% (J/J) und bewegt sich damit erstmals seit 1982 im zweistelligen Bereich. Mit einem geringfügigen Rückgang auf 9,9% (J/J) ließ der Preisdruck im August etwas nach. Doch damit liegt die Inflationsrate nicht nur erheblich über dem Zielwert der Bank of England – auch die Kerninflationsrate tendiert höher.

Auch in der Realwirtschaft zeichnet sich eine Verschlechterung der Lage ab. In den vergangenen Monaten sind die Einzelhandelsumsätze im Jahresvergleich kontinuierlich gesunken, und auch die Industrieproduktion verzeichnet kaum Zuwächse. Hinzu kommt, dass die Einkaufsmanagerindizes seit dem Frühjahr abwärts tendieren. Die aktuellen Niveaus von 47,3 Zählern (Verarbeitendes Gewerbe) bzw. 50,9 Punkten (Dienstleistungen) lassen für den Winter eine geschwächte Konjunktur erwarten.

Die Bank of England hat derzeit einen besonders schweren Stand bei der Festlegung ihrer Geldpolitik: Einerseits verschlechtern sich die Wachstumsperspektiven, andererseits ist die Inflation beunruhigend hoch. Verursacht wird dieser Preisdruck jedoch überwiegend durch Energieimporte und lässt sich daher mit geldpolitischen Maßnahmen nur schwerlich eindämmen. Zudem sind der Bank of England sinnvolle

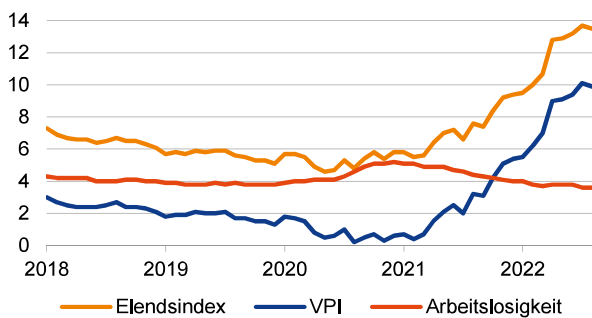
Liz Truss wird Premierministerin und tritt damit ein schweres Erbe an

Aussichten für Realwirtschaft verschlechtern sich

Formulierung einer Geldpolitik durch mehrere Faktoren erschwert

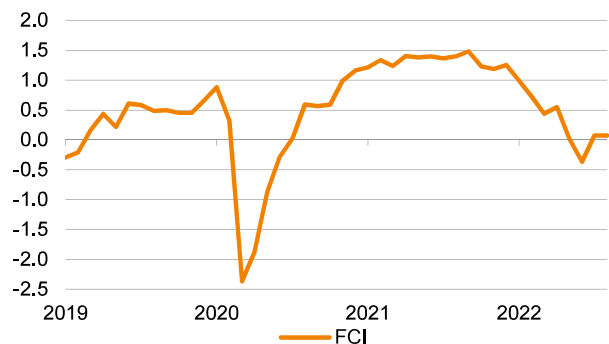
Konjunkturprognosen deshalb kaum möglich, weil die neue Regierung – die noch nicht einmal einen Monat im Amt ist – bislang keine Gelegenheit hatte, ihre kurz- und mittelfristige Fiskalpolitik zu formulieren. Zu allem Überfluss hat die neue Premierministerin bereits angedeutet, dass man das gegenwärtige Mandat der Bank of England zur Inflationsbekämpfung wohl überdenken und anpassen werde. Das würde wiederum andere geldpolitische Rahmenvorgaben erfordern.

BRITISCHER „ELENDSINDEX“ (SUMME VON INFLATIONSRATE UND ARBEITSLOSENQUOTE) AUF HÖCHSTEM STAND IN DIESEM JAHRHUNDERT: BOE MUSS HANDELN
IN %



Quelle: Bloomberg

BRITISCHER FINANCIAL CONDITIONS INDEX – STRAFFUNGSZYKLUS NOCH NICHT VORÜBER
IN PUNKTEN; JE HÖHER DIE PUNKTZAHL, DESTO LOCKERER DIE GELDPOLITISCHEN BEDINGUNGEN



Quelle: Bloomberg

Im Sommer sah sich die Bank of England zu einer Verschärfung ihrer Straffungspolitik gezwungen; am 22. September hat sie den Leitzins um weitere 50 Bp angehoben. Gegen Jahresende ist mit weiteren Zinsschritten und dem Beginn einer quantitativen Straffung zu rechnen (der Verkauf von Gilt-Beständen in der Summe von 80 Mrd. GBP pro Jahr fängt im Oktober an). Wir gehen davon aus, dass der Leitzins bis dahin bei 3,25% liegen wird. 2023 dürften weitere Zinsanhebungen anstehen. Diese Prognosen unterliegen indes erheblichen Unwägbarkeiten, solange die Ausgaben- und Steuerpolitik für die nächsten Jahre nicht klarer umrissen ist. Für das Pfund ergeben hohe Inflation, rückläufiges Wachstum und geldpolitische Unsicherheit eine Gemengelage, die bestenfalls sein Aufwärtspotenzial begrenzt, bis größere Klarheit herrscht und auch die Märkte wissen, wohin die Reise geht.

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

Bank of England bis 2023 auf Straffungskurs, doch Pfund dürfte bis auf Weiteres anfällig bleiben

Schweiz: SNB verabschiedet sich von der Negativzinspolitik

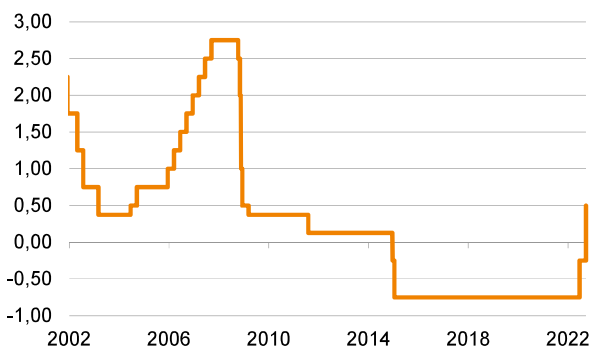
Vor wenigen Stunden hat sich die Schweizer Notenbank von ihren negativen Leitzinsen verabschiedet, die seit Dezember 2014 das geldpolitische Umfeld geprägt hatten. Die mit dem heutigen Schritt um 75 Bp auf 0,50% demonstrierte Entschlossenheit dürfte vielen als „historisch einmalig“ erscheinen; in den 1980er Jahren gab es aber tatsächlich häufiger Zinserhöhungen (und -senkungen) in dieser Größenordnung. Doch nicht nur das Ausmaß der Straffung sagt uns etwas darüber, wie aggressiv die Notenbank der Inflation den Kampf angesagt hat. Noch aufschlussreicher sind die überarbeiteten Projektionen für Teuerung und Wachstum. Bei der Zinswende im Juni zeichneten sich die SNB-Erwartungen dadurch aus, dass die Inflation nur als vorübergehendes Problem betrachtet wurde und schon im nächsten Frühjahr wieder unter die wichtige 2%-Marke gefallen sein sollte. Mit den neuen Projektionen

SNB zeigt geldpolitische Entschlossenheit, aber auch ein bisschen Zurückhaltung

Schweiz droht 2023 in den Sog der EU-Rezession zu geraten

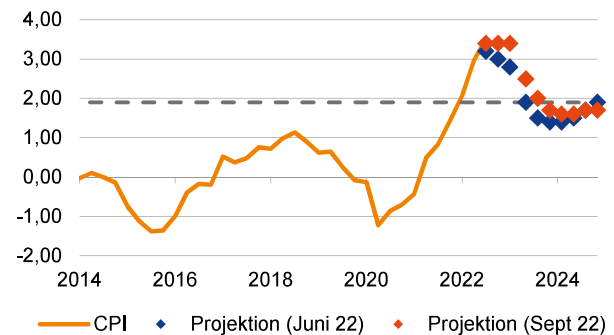
von heute Morgen wird die Rückkehr zur Preisstabilität jetzt erst für Herbst erwartet. Bei näherem Hinsehen muss man dieses „erst“ eigentlich durch ein „schon“ austauschen. Denn trotz der beschriebenen Revision liegt die SNB mit ihrem Inflationsausblick im internationalen Vergleich auf der höchst optimistischen Seite; andere Notenbanken befürchten eine deutlich länger erhöhte Teuerung. Die dürfte auch der Schlüssel zu der enttäuschten Reaktion des Schweizer Franken sein. Statt sich über die Zinserhöhung zu freuen, vermisst er offenbar die Aussicht auf eine auch in 2023 noch bremsende SNB. Überraschend optimistisch ist die SNB auch bei ihrem Wachstumsausblick. Das DZ BANK Research befürchtet dagegen, dass die Schweiz im kommenden Jahr in den Abwärtssog der EU-Rezession geraten wird und für 2023 mit einem Schrumpfen der Wirtschaftsleistung um 0,4% (J/J) zu rechnen ist.

DER ABSCHIED VON DEN NEGATIVZINSEN
SNB-LEITZINS, IN %



Quelle: Refinitiv

SNB BLEIBT DABEI: KAMPF GEGEN INFLATION NUR TEMPORÄR
PROJEKTIONEN FÜR KONSUMENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: SNB

Der Schweizer Franken dürfte trotz dieser kurzfristigen Irritation durch die SNB weiterhin unter einem guten Stern stehen. Die Kombination aus entschlossener Geldpolitik, im internationalen Vergleich moderatem Inflationsdruck und Safe-Haven-Charme machen den Franken zu den wenigen Währungen, die dem übermächtigen US-Dollar die Stirn bieten können. Die Situation in EUR-CHF wird verstärkt durch die angeschlagene Verfassung des Euro bzw. dessen Sorgen beim Blick auf die schwierigen Wintermonate (Energiekrise, Rezession, ...). Das Währungspaar sollte seine Tiefstkurse vermutlich noch nicht gesehen haben, bevor die mittel- und langfristig erwartete Aufhellung der globalen Situation eine Trendwende auslösen dürfte.

EUR-CHF dürfte Tiefstkurse noch nicht gesehen haben

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

Australien, Neuseeland: Hawkische Zentralbanken auf Straffungskurs

Laut Einkaufsmanagerindizes zeichnet sich Australiens Wirtschaft nach wie vor durch solide Rahmendaten aus. Auch für die nächsten Monate ist mit einer positiven Wachstumsentwicklung zu rechnen, wenn auch etwas weniger ausgeprägt als noch um den Jahreswechsel. Das DZ BANK Research hat seine BIP-Prognose für 2023 daher von bisher 2,5% (J/J) leicht auf nunmehr 2,4% (J/J) gesenkt. Das größte Problem bleibt indes der Preisauftrieb. Die neuen Daten hierzu (aktueller Wert: 6,1%, J/J) werden zwar erst in einigen Wochen veröffentlicht, doch könnten die monatlich vom Melbourne Institut herausgegebenen Daten für die australische Notenbank (RBA) Grund zur Hoffnung sein. Diesem Wirtschaftsforschungsinstitut zufolge ging die jähr-

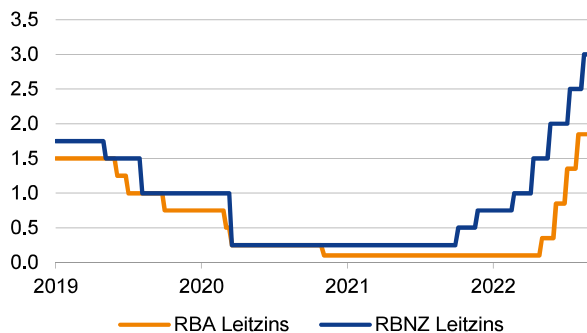
Robuste Wirtschaft – Inflationsdruck scheint etwas nachzulassen

liche Inflationsrate im August ggü. Juli (5,4%) auf 4,9% zurück. Gleichzeitig setzten die Inflationserwartungen ihren Abwärtstrend der vergangenen vier Monate auf aktuell 5,4% (J/J) fort. Auf seinem Höchststand im Mai lag dieser Wert bei 6,7% (J/J).

In seinen jüngsten Stellungnahmen wies der Governor der australischen Zentralbank darauf hin, dass sich die Geldpolitik der RBA durch die aggressiven Zinserhöhungen in diesem Jahr stärker dem Normalszenario angenähert habe und die mittelfristigen Inflationserwartungen immer noch stabil seien. Bei der nächsten RBA-Sitzung werde man eine Zinserhöhung um 25 oder 50 Bp erwägen. Wenn auch bis zum Jahresende mit weiteren Anhebungen zu rechnen ist, so scheint die RBA (derzeit) davon auszugehen, dass das Tempo der Zinsstraffungen in naher Zukunft verlangsamt werden kann. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird die RBA ihren Straffungskurs kurz vor Erreichen der 4%-Marke beenden.

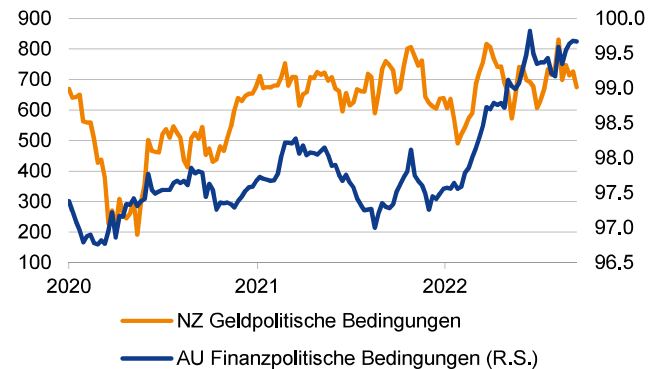
RBA wird im laufenden Jahr zwar weiter an der Zinsschraube drehen, aber langsamer

LEITZINSEN IN AUSTRALIEN UND NEUSEELAND STEIGEN DEUTLICH – WEITERE SPÜRBARE GELDPOLITISCHE STRAFFUNGEN ERWARTET
IN %



Quelle: Bloomberg

GELDPOLITISCHE BEDINGUNGEN TROTZ ZINSERHÖHUNGEN NICHT RESTRIKTIV – WÄHRUNGSABWERTUNG WIRKT KONTRÄR
IN PUNKTE; JE GERINGER DIE PUNKTZAHL, DESTO RESTRIKTIVER DIE GELDPOLITISCHEN BEDINGUNGEN



Quelle: Bloomberg

Trotz der strafferen Geldpolitik der RBA und der steigenden Anleiherenditen sind die monetären Bedingungen in Australien keineswegs restriktiv. Den Kursrutsch des australischen Dollars gegenüber dem Greenback konnten die höheren Zinsen in Australien zum Teil ausgleichen. Allerdings schlägt auch die Fed eine stärker anti-inflationäre Tonart an, was wiederum dem Greenback zugutekommt. Daher dürfte der Austral-Dollar in den kommenden Monaten letztendlich einen schweren Stand gegenüber dem US-Dollar haben. Im Verhältnis zum schwächelnden Euro hat die australische Währung indes auf kurze Sicht bessere Karten. EUR-AUD sollte sich unserer Dreimonatsprognose zufolge in Richtung 1,40 AUD bewegen.

AUD mit schwerem Stand gegenüber dem USD; gegenüber dem Euro hat er aber bessere Karten

In Neuseeland sind die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ebenfalls relativ gut, doch die Inflation ist auch hier ein Problem. Vor diesem Hintergrund und der Aussicht auf eine auch 2023 robuste Wirtschaftslage wird die neuseeländische Zentralbank (RBNZ) in den letzten Monaten dieses Jahres ihren geldpolitischen Straffungskurs fortsetzen. Wir rechnen für 2022 noch mit zwei weiteren Zinserhöhungen von je 50 Bp, die den Leitzins auf 4% heben würden. Ab dann sollte der Preisdruck allmählich nachlassen, so dass mit Blick auf 2023 nur noch leicht an der Zinsschraube gedreht werden muss.

Bei robuster Wirtschaftslage und hoher Inflation ist 2022 mit weiteren Zinsanhebungen zu rechnen

Der Kiwi-Dollar wird von ähnlichen Faktoren beeinflusst wie der australische Dollar. Zum Jahresende ist daher mit Gewinnen gegenüber dem Euro zu rechnen, während er gegenüber dem US-Dollar einen schwereren Stand haben sollte.

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

Kanada: Geldpolitische Straffung noch nicht abgeschlossen

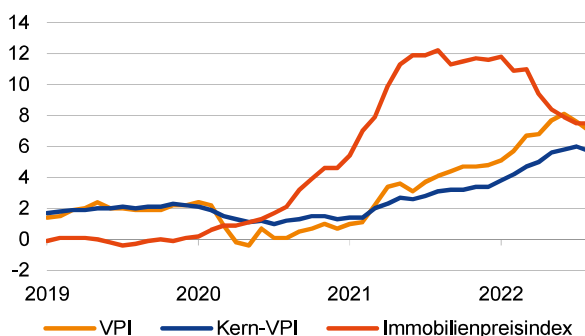
Die kanadische Wirtschaft ist immer noch recht dynamisch. So waren die Konjunkturdaten während der Sommermonate überwiegend positiv. Doch bleibt die Inflation ein ernstes Problem. Der Verbraucherpreisindex stieg im August zwar im Vergleich zum Juli (7,6% J/J) weniger stark an, aber der Trend bei der Kerninflationsrate zeigt noch nach oben. Mit 5,7% (J/J) im August liegt diese Rate noch sehr nah an ihrem höchsten Stand seit 30 Jahren. Auch die Inflationserwartungen steigen weiter, ebenso wie die durchschnittlichen Stundenlöhne.

Die Bank of Canada (BoC) sieht sich einer Teuerungsrate gegenüber, die nicht nur über ihrem Zielwert liegt, sondern allem Anschein nach ihren Aufwärtstrend auch noch fortsetzt. Daher erhöhte die Zentralbank den Leitzins Mitte Juli recht aggressiv um 100 Bp. und legte im September mit einer Anhebung um 75 Bp. nach. Damit beträgt der Leitzins jetzt 3,25%. Dies ist der höchste Stand seit April 2008. In Anbetracht der Tatsache, dass das DZ BANK Research für 2023 nun eine Inflationsrate von 4,5% statt 2,8% (jeweils J/J) prognostiziert, ist davon auszugehen, dass die BoC in den Winterquartalen ihren Straffungskurs fortsetzen wird. Sobald die kanadische Zentralbank allerdings ein Leitzinsniveau von 4% erreicht hat, wird sie nach der Straffungsoffensive der vergangenen Monate wahrscheinlich erst einmal eine Pause einlegen. Das entspricht auch der Erwartung des kanadischen Geldmarktes. Die BoC will eindeutig ihr Mandat der Inflationsbekämpfung erfüllen. Doch nach unten revidierte Konjunkturprognosen signalisieren eine zunehmende Rezessionsgefahr. So prognostiziert das DZ Bank Research für 2023 eine Wachstumsrate von nur mehr 0,6% statt 1,5%. Hinzu kommt, dass der Zinsanstieg noch nicht in vollem Umfang auf den Immobilienmarkt durchgeschlagen hat.

Wirtschaft läuft gut, aber Inflation immer noch zu hoch

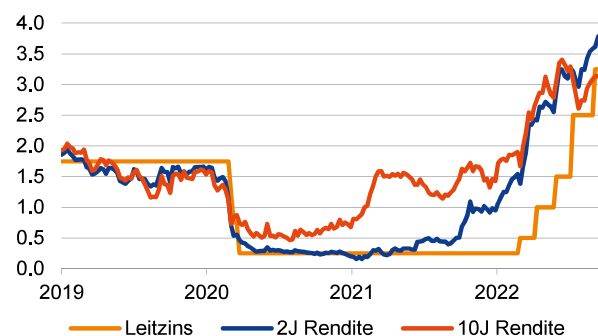
BoC dürfte bei einem Leitzinsniveau von 4% innehalten

PREISINFLATION AUF DEM IMMOBILIENMARKT LÄSST ZWAR NACH, DOCH DIE TRENDS BEI VPI UND KERNINFLATION STEIGEN WEITER
IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

DEUTLICH RESTRIKTIVERE GELDPOLITIK INFOLGE VON ZINSERHÖHUNGEN UND STEIGENDEN ANLEIHERENDITEN
IN %



Quelle: Bloomberg

Die Devisenmärkte stehen derzeit vor allem unter dem Eindruck der durchgängigen Stärke des US-Dollars. Zwar verfolgt auch die BoC einen Straffungskurs, doch profitiert der Greenback von der zunehmend anti-inflationären Haltung der Fed und nicht zuletzt seiner Aura als sicherer Hafen, während andere Märkte von Ungewissheit geplagt werden. Dennoch wird der US-Dollar 2023 voraussichtlich etwas von seinem Glanz einbüßen. Der kanadische Dollar hätte dann Spielraum, um wieder Boden gegenüber dem Greenback gutzumachen. EUR-CAD dürfte 2023 indes innerhalb einer Trading-Range im niedrigeren 1,30er Bereich seitwärts tendieren, obschon in diesem Winter mit einem kurzfristigen Ausflug auf unter die Marke von 1,30 CAD zu rechnen ist.

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

Aktuelle USD-Stärke sollte 2023 nachlassen, EUR-CAD seitwärts erwartet

Skandinavien: Notenbanken bleiben im Zinserhöhungszyklus

Die Aussichten für die schwedische Wirtschaft haben sich merklich eingetrübt. Wie viele andere Länder auch, ist Schweden mit einer hohen Inflation und angestiegenen Zinssätzen konfrontiert, die die Wirtschaft belasten dürften. Die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen verschlechtert sich. Das Vertrauen im Unternehmenssektor ging zurück, während die Stimmung der privaten Haushalte ihren Tiefpunkt erreichte. Der Gesamtindex (Overall Sentiment) sank von 101,4 Punkten im Juli auf 97,5 Punkte im August und lag damit zum ersten Mal seit Januar 2021 unter 100 Punkten. Alles in allem deuten die Umfragen auf eine Verschlechterung der Wachstumsaussichten hin, was mit unserer Einschätzung übereinstimmt, dass die Wirtschaftsleistung gegen Ende des Jahres recht schwach ausfallen sollte.

Konjunkturausblick merklich eingetrübt

Am 11. September haben die Schweden ihr neues Parlament gewählt. Der Vier-Parteien-Block des Konservativen Ulf Kristersson hat bei der umkämpften Wahl demnach 176 Mandate errungen, das linksgerichtete Lager der bisherigen sozialdemokratischen Ministerpräsidentin Magdalena Andersson 173. Zwar sind Anderssons Sozialdemokraten wie erwartet mit 30,3% klar stärkste Partei. Die zweitmeisten Stimmen bekamen allerdings die Schwedendemokraten. Damit lösen die Rechtspopulisten erstmals die Moderaten von Kristersson als zweitstärkste Parlamentskraft ab und erzielen mit 20,5% ein Rekordergebnis. Insgesamt schafften es erneut acht Parteien in den Reichstag von Stockholm – vier davon bildeten das Lager von Andersson, vier den Block von Kristersson. Ob die Schwedendemokraten Teil der Regierung werden, steht noch nicht fest. Denkbar wäre auch eine von ihnen gestützte Minderheitsregierung.

Schwedische Verhältnisse: Sozialdemokraten als stärkste Partei wohl in der Opposition, die drittstärkste Partei könnte den Regierungschef stellen

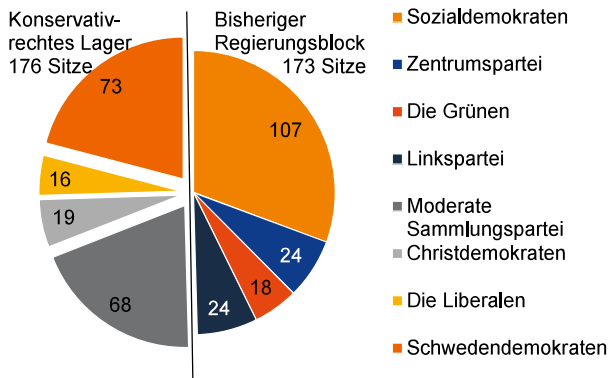
Die Inflationsentwicklung bereitet den Riksbank-Vertretern zunehmend Sorge. Dies betrifft nicht nur den rapiden Anstieg der Teuerungsrate, sondern auch in welcher Weise sich die Preissteigerungen in der gesamten Wirtschaft ausgebreitet haben. Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex stieg im August sprunghaft auf 9,0% im Jahresvergleich, gegenüber 8,0% im Juli. Die Zentralbank strebt eine Inflation von 2% (J/J) an. Die Krone konnte zunächst von den scharfen Zins- und Renditeanstiegen am schwedischen Geld- und Rentenmarkt sowie der restriktiveren Ausrichtung der Geldpolitik profitieren. Hohe Inflationsraten bei einem noch relativ niedrigen Renditeniveau werden aber zunehmend zu einem Belastungsfaktor für die Krone. Zumal deutliche Leitzinsanhebungen das Risiko eines wirtschaftlichen Abschwungs erhöhen. Da der schwedische Währungsraum anfällig ist für eine hohe Risikoaversion, dürfte sich die Krone mit einer Erholung gegenüber dem Euro vorerst

Inflation deutlich über dem Notenbankziel von 2%; weitere Leitzinserhöhungen stehen bevor

Hohe Inflationsraten und deutliche Leitzinsanhebungen werden zunehmend zu einem Belastungsfaktor für die Krone

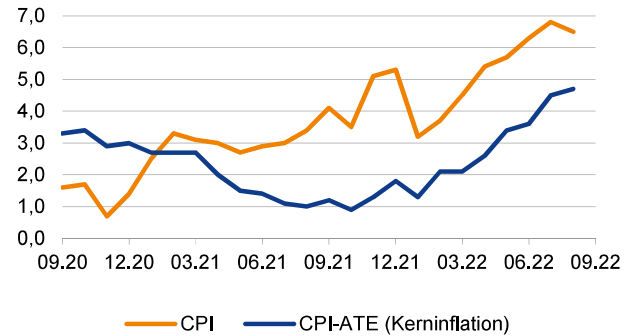
schwertun. Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir im Kursverhältnis EUR-SEK von einem Wechselkursniveau um die Marke von 10,60 SEK aus.

SCHWEDEN: WAHL DÜRFTE ZUM REGIERUNGSWECHSEL FÜHREN NEUE SITZVERTEILUNG IM REICHSTAG



Quelle: Schwedische Wahlbehörde

NORWEGEN: KERNINFLATION LEGT STETIG ZU IN %, J/J



Quelle: Refinitiv

Die norwegische Wirtschaft ist im vergangenen Jahr mit 4,0% so stark gewachsen wie seit 2007 nicht mehr. Etwas gedämpfter sollte die Konjunktorentwicklung in diesem Jahr verlaufen. Die hohe Inflation und die Straffung der Geldpolitik dürften die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr dämpfen und den Anstieg des BIP auf 2,2% (J/J) drosseln. Die Arbeitslosenrate lag im August bei 1,6% und damit auf einem sehr niedrigen Stand. Aufgrund des angespannten Arbeitsmarktes sollte es zu einem Aufwärtsdruck bei den Löhnen kommen. Stärkere Preisanstiege waren in den zurückliegenden Monaten bei Strom, Benzin und Nahrungsmittel zu verzeichnen. Die norwegische Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im August auf 4,7% im Jahresvergleich angestiegen. Die Inflation ist damit weitaus höher ausgefallen, als dies die Norges Bank in ihrem geldpolitischen Bericht vom Juni angenommen hatte und zeigt, dass der Preisdruck in der Wirtschaft stärker und breiter angelegt ist als von ihr angenommen. Damit ist das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ zunehmend gefährdet. Nach nunmehr sechs Leitzinsschritten seit September 2021 hat die Norges Bank die Policy Rate auf mittlerweile 2,25% angehoben und weitere Erhöhungen sind wahrscheinlich. Da sich die Finanzierungsbedingungen damit verschärfen, könnte dies schnell zu einem Wachstumshemmnis werden. Wir gehen in unserer Prognose für 2023 von einem Wachstum von 2,0% aus.

Angespannter Arbeitsmarkt, Inflation legt merklich zu

Die Norges Bank hat den Leitzins bereits um 225 Basispunkte angehoben – weitere Erhöhungen dürften folgen

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

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

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Ungemütliche Wintermonate voraus

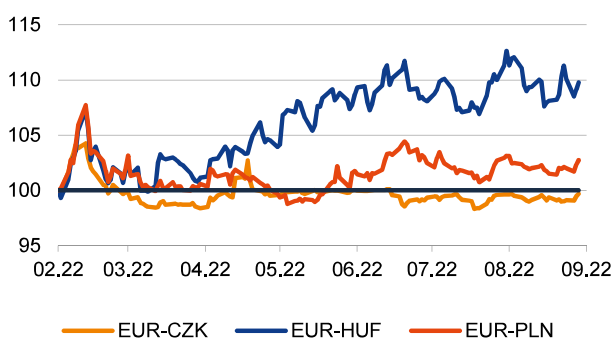
Der polnische Zloty und der ungarische Forint haben gegenüber dem Euro nach wie vor einen schweren Stand. Für tiefe Sorgenfalten sorgen neben den zuletzt wieder zugenommenen geopolitischen Unsicherheiten weiterhin die massiven Inflations- sowie die spürbar zugenommenen Konjunkturrisiken. Wenngleich die dortigen Notenbanken die Leitzinsen in den vergangenen Monaten spürbar angehoben haben, um die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen zu lassen und auch um ihren Währungen Halt zu bieten, so zeigt sich weder der Zloty noch der Forint hiervon überzeugt. In diesem Zusammenhang kann man zwar darüber diskutieren, ob beide Notenbanken u.U. nicht zu spät mit ihren geldpolitischen Straffungen begonnen haben und hierbei auch (zunächst) nicht konsequent genug vorgegangen sind. Letztendlich dürfte die verhaltene Antwort der beiden CE3-Währungen auf den geldpolitischen Straffungskurs ihrer Währungshüter jedoch auch dem Umstand geschuldet sein, dass diese nicht nur Preissorgen, sondern eben auch zunehmend Wachstumsrisiken plagten. Will heißen: Es besteht neben dem Wissen um die Notwendigkeit der Inflationsbekämpfung zunehmend die Furcht, dass die Notenbanken den ohnehin spürbar eingetrübten konjunkturellen Aussichten mit ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs weiter zusetzen.

Angesichts dessen, dürften die anstehenden Leitzinsentscheidungen der CE3-Notenbanken von Interesse sein. Nachdem die tschechische Zentralbank ihren Leitzinserhöhungszyklus bei 7% bereits beenden haben dürfte, gehen wir davon aus, dass auch ihre Amtskollegen in Warschau nach einer weiteren Straffung der geldpolitischen Zügel im Oktober um 25 Bp auf dann ebenfalls 7% auch innerhalten sollten. Lediglich die ungarische Notenbank sollte auf kurze Sicht von weiter deutlich an der Zinsschraube drehen. Wir sehen hier das Ende der geldpolitischen Fahnenstange zum Jahresende hin bei 13%.

Geldpolitik in der Zwickmühle

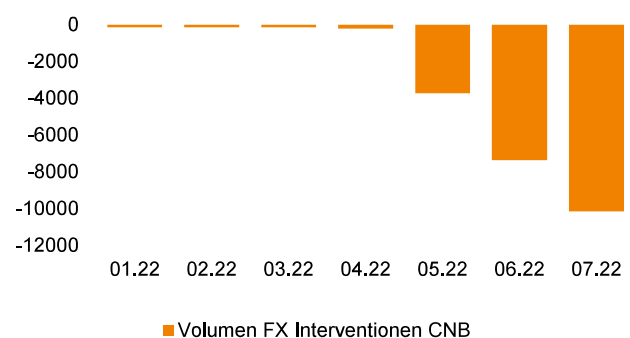
CE3-Leitzinsniveaus allesamt im restriktiven Bereich

CE3-WÄHRUNGEN KOMMEN MIT DER AKTUELLEN SITUATION UNTERSCHIEDLICH GUT ZURECHT
INDEXIERT, 24.02.2022 (BEGINN UKRAINE-KRIEG) = 100, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

TSCHECHISCHE NOTENBANK STÜTZT IHRE WÄHRUNG MIT UMFANGREICHEN UND REGELMÄßIGEN FX-INTERVENTIONEN
IN MIO. USD



Quelle: Tschechische Notenbank (CNB)

Was die kommenden Monate betrifft, dürften Zloty und Forint weiterhin keinen einfachen Stand haben. Vielmehr gehen wir nun davon aus, dass beide Währungen gegenüber dem Euro noch einmal das Nachsehen haben und weiter abwerten sollten. Anlass zu dieser Einschätzung geben uns zum einen der Gaslieferstopp durch Russland und die damit sowohl für die EWU als auch für die CE3-Staaten erneut nach oben genommenen Inflationsprognosen sowie eine abermalige Abwärtskorrektur bei

Für Zloty und Forint überwiegen auf kurze Sicht die Abwärtsrisiken

den Wachstumsaussichten. Damit einhergehend ist zum anderen die besonders auf kurze Sicht nach unten revidierte Euro-Dollar-Prognose für die aktuelle Einschätzung für Zloty und Forint zu nennen.

Im Falle des ungarischen Forints kommen zu der überaus schwierigen übergeordneten Gemengelage noch spezifische nationale Probleme hinzu, die derzeit einer Erholung entgegenstehen. Zu nennen sind hierbei u.a. marktseitige fiskalische Bedenken, im Raum stehende Korruptionsvorwürfe sowie die weiterhin von Brüssel zurückgehaltenen EU-Gelder aufgrund von Rechtsstaatlichkeitsverletzungen.

Forint wird zusätzlich durch heimische Argumente belastet

Widmen wir uns nun noch der tschechischen Krone, welche eine Sonderstellung im CE3-Universum einnimmt. Um es vorweg zu nehmen: Auch das tschechische Wachstum dürfte unter den eingangs beschriebenen Unsicherheiten und Annahmen auf kurze Sicht deutlich an Dynamik einbüßen. Zugleich sollte sich auch der Preisdruck mit Blick auf die kommenden Quartale als hartnäckiger erweisen. Dennoch gehen wir weiterhin davon aus, dass sich die tschechische Krone über den Prognosehorizont hinweg deutlich besser schlagen kann als der Zloty oder der Forint und in den Winter hinein nur moderate Kursverluste gegenüber dem Euro verbuchen muss. Geschuldet ist diese Annahme in erster Linie der tschechischen Notenbank (CNB), welche unserer Ansicht nach weiterhin rege am FX-Markt zugunsten ihrer Landeswährung intervenieren und diese damit nach wie vor stützen sollte.

CNB: Weitere FX-Interventionen erwartet

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

Türkei & Südafrika: Politische Sorgenkinder

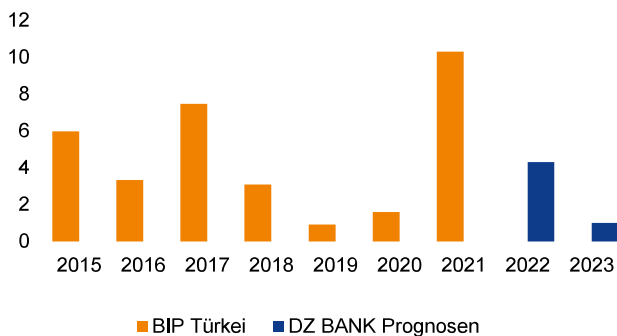
Die ohnehin massiv angeschlagene türkische Lira neigt derzeit gegenüber dem US-Dollar erneut zur Schwäche und befindet sich auch gegenüber dem Euro weiter in der Defensive. Neben dem sich zuletzt wieder global eingetrübten Sentiment gegenüber risikosensitiven Schwellenländerwährungen machen der Lira nach wie vor Entwicklungen im eigenen Land schwer zu schaffen. In diesem Zusammenhang gilt es auch wieder, die türkische Zentralbank (TCMB) zu nennen, welche im September ungeachtet einer auf rund 80% (J/J) gestiegenen Inflation die Leitzinsen um weitere 100 Bp auf nun 12% gesenkt hat. Dieser abermals marktseitig unerwartet erfolgte Zinsschritt hat die Sorgen weiter belebt, wonach die TCMB die geldpolitischen Zügel im Vorfeld der im nächsten Sommer anstehenden Wahlen sowie vor dem Hintergrund des sich spürbar eingetrübten Wachstumsausblickes weiter deutlich lockern könnte.

Globales EM-Sentiment und nationale Geldpolitik machen der Lira zu schaffen

Was den weiteren konjunkturellen Ausblick betrifft, so gestehen wir der dortigen Wirtschaft 2023 nun nur noch ein BIP-Plus von 1% zu. Als Gründe für diesen verhaltenen Ausblick sind neben den hohen Energie- und Lebensmittelpreisen, die sehr schwache Währung sowie die damit sowohl auf Konsumenten- als auch auf Unternehmerseite einhergehende spürbare Verunsicherung (schwacher Konsum, zurückhaltende Investitionstätigkeit) zu nennen. Da dieser verhaltene Wachstumsausblick weiterhin mit einer sehr hohen Inflation sowie einer vor diesem Hintergrund viel zu locker ausgestalteten Geldpolitik einhergehen sollte, rechnen wir über unseren Prognosehorizont hinweg (+12 Monate) mit einer auf breiter Front weiter an Wert verlierenden Lira. Zudem ist nicht ausgeschlossen, dass mit dem Näherrücken der Präsidentschaftswahlen der politische Einfluss auf die Wirtschafts- und Geldpolitik des Landes weiter zunehmen wird, was dann ebenfalls als Lira-negativ einzuschätzen wäre.

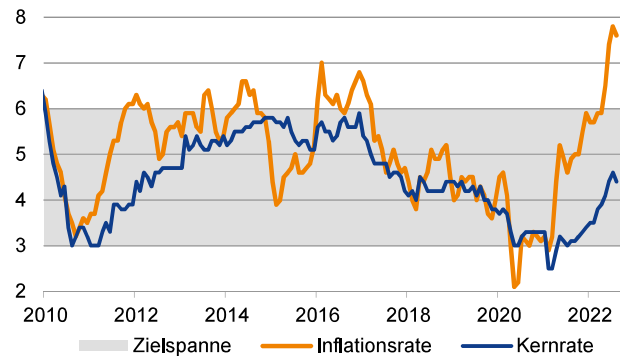
Weitere Lira-Abwertung erwartet

TÜRKEI: SPÜRBARE KONJUNKTRUELLE EINTRÜBUNG ERWARTET BIP-IST-WERTE UND DZ BANK BIP-PROGNOSEN IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

PREISAUFTRIEB AUCH IN SÜDAFRIKA EIN PROBLEM IN %, J/J



Quelle: Bloomberg; South African Reserve Bank

Im Bereich der von uns betrachteten Emerging Markets liegt lediglich in China die Inflationsrate niedriger als in Südafrika. Gleichwohl ist auch hier der Preisauftrieb auf einem unerwünscht hohen Niveau. Im August hat sich die Jahresrate zwar geringfügig auf 7,6% von zuvor 7,8% verlangsamt, dies liegt aber immer noch deutlich oberhalb der Zielspanne der South African Reserve Bank von 3% bis 6% (J/J). In der Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel bleibt der Preisauftrieb mit 4,4% (J/J) zwar spürbar moderater, für die Bildung der Preiserwartungen dürfte aber die Gesamtrate eine größere Rolle spielen. Entsprechend besteht weiterhin deutlicher Bedarf, geldpolitisch aktiv zu werden, dem die Notenbank auch nachkommen wird. Neben den Kaufkraftverlusten rückte zuletzt aber wieder ein bereits länger bekanntes Problem in den Vordergrund. Der staatliche Stromversorger Eskom, der für rund 90% der Elektrizitätserzeugung steht, musste in den letzten Monaten wiederholt Kapazitäten vom Netz nehmen. Der veraltete Kraftwerksbestand ist anfällig für Ausfälle. Die zuletzt wieder häufigeren Abschaltungen belasten auch die Gesamtwirtschaft und waren bereits im zweiten Quartal eine Ursache (neben größeren Überschwemmungen) dafür, dass die Wirtschaftsleistung um 0,7% (Q/Q) geschrumpft war. Die Stromproduktion im Juli lag sogar um 7,7% unter dem Vorjahresniveau, nachdem sie im zweiten Quartal „nur“ ein Minus von 4% (J/J) verzeichnete. Nach einer Erholung im August kommt es aktuell wieder zu umfangreichen Stromausfällen. Sowohl Kommunen als auch die großen Minengesellschaften versuchen, eine eigene Stromerzeugung aufzubauen bzw. alternative Quellen zu erschließen. Dies kann allerdings nur längerfristig die Lage entspannen. Kurzfristig können die Energieprobleme aber die Wiederwahlchancen von Präsident Ramaphosa eintrüben, der sich im Dezember Neuwahlen als Parteivorsitzender des ANC stellen muss. Für den Rand sind dies zwar keine schönen Nachrichten, die grundsätzlichen Probleme sind aber seit langem bekannt und sollten daher schon weitgehend berücksichtigt sein. Eine größere Belastung für die Währung dürfte in den letzten Monaten vor allem die unbefriedigende Preisentwicklung bei den Edelmetallpreisen (Platingruppe und Gold) gewesen sein, zumal derzeit die Korrelation zwischen dem Rand (gegenüber dem Dollar) und den Edelmetallpreisen besonders ausgeprägt ist. Perspektivisch ist nicht mit einer Fortsetzung der Preisflaute bei den Edelmetallen zu rechnen. Weitere Zinserhöhungen der Notenbank, gepaart mit einer für Emerging Market Verhältnisse moderaten Inflation sollten dem Rand daher wieder stabilere Monate bescheren.

Südafrikas Stromversorgung ein großes Problem

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

China: Yuan ist angeschlagen, aber besser als sein Ruf

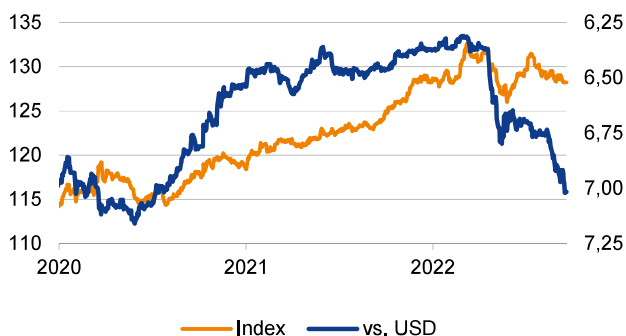
Jetzt ist es also endlich passiert: USD-CNY hat die psychologisch wichtige Marke von 7,00 CNY überschritten. Die Aufregung über die Yuan-Schwäche ist aber verglichen mit früheren Abwertungsphasen sowohl im Inland als auch im Ausland eher gering. Es gibt (fast) keine Sorgen über eine unkontrollierbare Kapitalflucht wie 2016 und kaum Vorwürfe einer gezielten Schwachwährungspolitik mit unlauteren Vorteilen für Chinas Exportsektor. Der wesentliche Unterschied zu früher ist, dass hinter der Entwicklung keine spekulative Dynamik steckt, sondern eine fundamental getriebene Story. Der US-Dollar überragt praktisch alle Währungen, da macht auch der Yuan keine Ausnahme. Dazu kommen aus China hausgemachte Sorgen über den Wachstumsausblick, die Folgen der Null-Covid-Politik und den labilen Immobilienmarkt, die sich in den letzten Monaten allesamt noch verschärft haben. Insofern sind USD-CNY-Kurs oberhalb von 7,00 CNY keine künstlich herbeigeführte, sondern eine natürliche Entwicklung. Peking versucht zwar, den Abwärtstrend zu bremsen (Senkung der Mindestreserve für FX-Einlagen, tägliches Fixing des CNY-Mittelkurses); bisher sind aber keine Ansätze für massive Gegenwehr erkennbar.

Diese Gelassenheit gegenüber der Yuan-Abwertung zum US-Dollar erschließt sich besser nach einem vergleichenden Blick auf den handelsgewichteten Yuan. Dem CNY-Minus von mehr als 10% seit Jahresanfang zum Dollar steht im CNY-Index eine Seitwärtsbewegung gegenüber. Besonders in Asien gibt es zahlreiche Währungen, denen der Greenback noch stärker als dem Yuan zusetzt, so dass Chinas Devisen effektiv gar nicht so schwach ist. Wenn wir uns jetzt noch daran erinnern, dass Pekings Politik nicht mehr auf den USD-CNY-Kurs abzielt, sondern einen stabilen handelsgewichteten Kurs anstrebt, ist das Bild rund, und Chinas Währung erweist sich im längerfristigen Vergleich sogar als recht stark.

Kaum Aufregung über Yuan-Schwäche – weder im Inland noch im Ausland

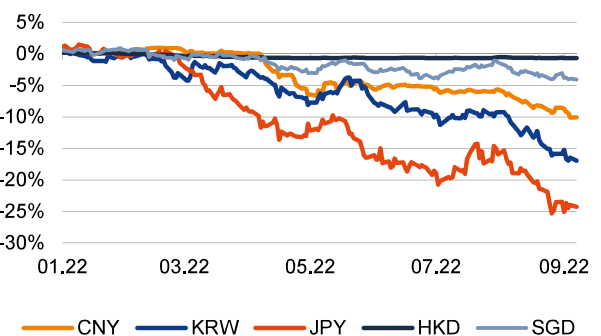
Peking wünscht sich „stabilen“ Yuan – und bekommt ihn auch

DER YUAN IST STÄRKER ALS DER VERGLEICH ZUM USD NAHELEGT
CNY: HANDELSGEWICHTET (L.S.) UND VS. USD (R.S., INVERS)



Quelle: Refinitiv

CHINAS YUAN: DER EINÄUGIGE UNTER DEN BLINDEN
ASIEN: KURSENTWICKLUNG VS. USD SEIT 01/2022, IN %



Quelle: Refinitiv

Gleich zwei wichtige Ereignisse warten am 16. bzw. 18. Oktober auf den Yuan. Zum einen dürfte Staatschef Xi beim Parteikongress der KP seine Macht zementieren und sich (entgegen früherer Tradition) eine dritte Amtszeit sichern. Danach wird sich zeigen, wie starr er an seiner Null-Covid-Politik festhalten will. Wenige Tage später folgen die BIP-Wachstumsdaten für das dritte Quartal, die zwar auf eine leichte Erholung hoffen lassen, aber nicht darüber hinwegtäuschen sollten, dass Chinas Wachstumspfad holprig und rückschlaggefährdet ist.

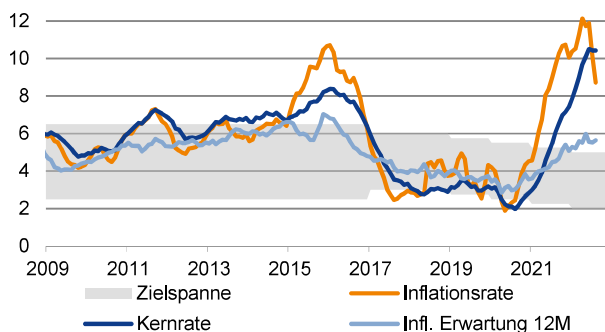
Zwei wichtige Ereignisrisiken im Oktober

Brasilien & Mexiko: Inflationsentspannung vs. Beschleunigung

Brasilien lässt sich traditionell lange Zeit mit der Vorstellung seiner BIP-Zahlen und so dauerte es auch bis Anfang des Monats, bis die Zahlen für das zweite Quartal verkündet wurden. Mit einem BIP-Anstieg um 1,2% (Q/Q) wurden die bereits zuversichtlichen Erwartungen dabei noch übertroffen. Konsumausgaben und Investitionen waren für den Anstieg verantwortlich. Angesichts der hohen Inflationsrate und dem damit verbundenen Kaufkraftentzug überrascht zwar auf den ersten Blick das kräftige Plus bei den Konsumausgaben (+2,6% Q/Q), dabei ist jedoch zu bedenken, dass das erste Quartal noch von Corona-Beschränkungen geprägt war. Eine Wiederholung der sehr guten Zahlen ist daher im dritten Quartal nicht zu erwarten, auch wenn die Hilfszahlungen für bedürftige Haushalte noch einmal aufgestockt wurden. Hinzu kamen noch einige preisdämpfende Maßnahmen der Regierung, die erst im Laufe des dritten Quartals wirksam wurden. Die ersten Daten für das dritte Quartal deuten damit zunächst auch auf eine moderatere Fortsetzung der Expansion hin, obwohl der monatliche Indikator der Notenbank für die Wirtschaftsaktivität im Juli überraschend kräftig um 1,2% (M/M) zugelegt hat. Im Einzelnen verbergen sich dahinter schwächere Einzelhandelsumsätze aber eine stärkere Aktivität bei den Dienstleistern und in der Industrie.

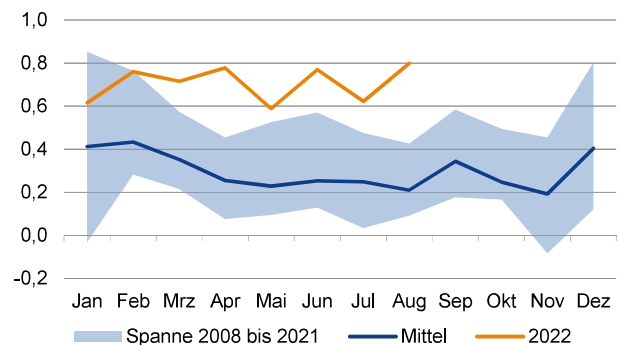
Positive Wachstumsüberraschungen in Brasilien aber im kommenden Jahr droht ein Kater

PREISAUFTRIEB IN BRASILIEN STABILISIERT SICH
J/J, IN %



Quelle: Bloomberg

KEINE ENTSPANNUNG BEI DEN MEXIKANISCHEN PREISZAHLEN
VERBRAUCHERPREISE KERNRATE, M/M, IN %



Quelle: Bloomberg; DZ BANK Research

Die staatlichen Maßnahmen sind insbesondere mit Blick auf die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen am 2. Oktober getroffen worden. Eine wahrscheinliche zweite Runde der Präsidentschaftswahlen wird dann am 30. Oktober stattfinden. Wenn im neuen Jahr der Präsident, Herausforderer Lula da Silva führt stabil deutlich vor Amtsinhaber Bolsonaro, sein Amt antritt, laufen die meisten der in den letzten Monaten eingeführten Maßnahmen planmäßig aus. Dies würde einen neuerlichen Inflationsschub und einen Nachfragedämpfer mit sich bringen. Beide Kandidaten haben jedoch bereits angekündigt, wesentliche Entlastungsmaßnahmen fortführen zu wollen, was allerdings mit den gesetzlichen Ausgabebeschränkungen in Konflikt geraten könnte. Insgesamt ist künftig mit einem deutlich schwierigeren wirtschaftlichen Umfeld zu rechnen. Für den Real bedeutet dies zwar eine Herausforderung, er sollte sich aber auf die hohen Leitzinsen der Notenbank verlassen dürften. Auch die im kommenden Jahr zu erwartenden ersten Zinssenkungen sollten hieran noch wenig ändern. Zunächst heißt es für die Währung jedoch den Oktober zu meistern. Insbesondere bei einem knappen Wahlsieg Lulas droht ein Risikoszenario, in dem Bolsonaro seine Niederlage nicht anerkennt und es damit zu einer Krise der politischen Institutionen kommen könnte.

Wahl hoffentlich bald überstanden

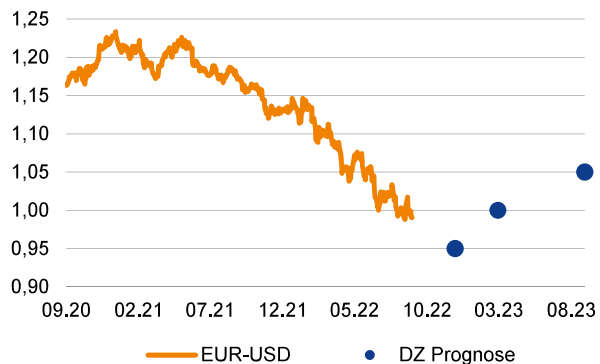
In der Banco de México sind die Meinungen, ob der US-Notenbank bei ihren Zinsanhebungen weiterhin gefolgt werden soll, geteilt. Allerdings besteht aufgrund der unbefriedigenden Inflationsentwicklung im Land ohnehin Bedarf für eine weitere Straffung der Geldpolitik. Die Inflationsrate stieg im August auf 8,7% (J/J) und die Kernrate blieb mit 8,1% (J/J) nur wenig zurück. Hier lag der Preisanstieg in den letzten Monaten immer deutlich über den in der jüngeren Vergangenheit gesehenen Werten. Entsprechend dürften sich die Falken in der kommenden Woche durchsetzen, so dass die Notenbank, wie zuvor die Fed, den Leitzins um 75 Bp anheben wird. Auch anschließend gibt es gute Gründe mit der Straffung fortzufahren, diese sollte aber weniger dynamisch erfolgen. Mit 10,0% könnte dann Ende des Jahres das Zinshoch erreicht sein. Bei der Regierung dürfte dies auf wenig Gegenliebe stoßen, da eine bremsende Geldpolitik den ambitionierten Wachstumszielen entgegensteht. Andererseits wäre die Geldpolitik auch ein geeigneter Sündenbock, wenn die eigenen Wachstumsannahmen nicht erreicht werden. Die Zahlen in dem jüngst vorgestellten neuen Haushaltsentwurf basieren auf einem Wachstum im kommenden Jahr von 3,0%. Eine unrealistisch optimistische Annahme angesichts der Tatsache, dass in einer Bloomberg-Erhebung die Wachstumsprognosen für 2023 zwischen 0,0% und 2,3% liegen. Besonders schwierig dürfte es für Mexiko werden, wenn die US-Wirtschaft, wie von uns erwartet, in eine Rezession rutscht. Forderungen nach Zinssenkungen könnten damit in einem solchen Umfeld schon früh im kommenden Jahr aufkommen. Allerdings erwarten wir keine zügige Zinswende nach unten, da der hohe Zinsvorsprung gegenüber den USA eine wichtige Unterstützung für den Peso bedeutet. Einen merklich schwächeren Peso kann Mexiko derzeit aber kaum gebrauchen, da sich eine Abwertung sehr schnell auch bei den Preiszahlen bemerkbar machen würde.

Preisaufrtrieb in Mexiko bereitet Sorgen

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

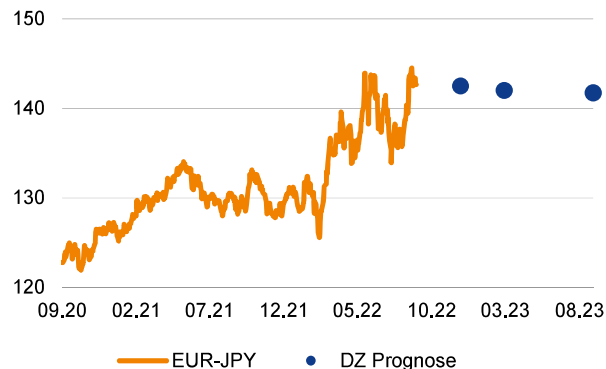
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



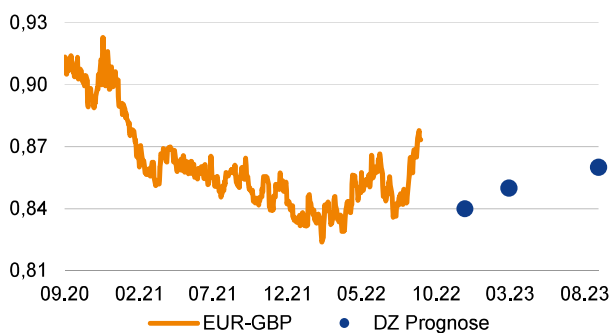
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



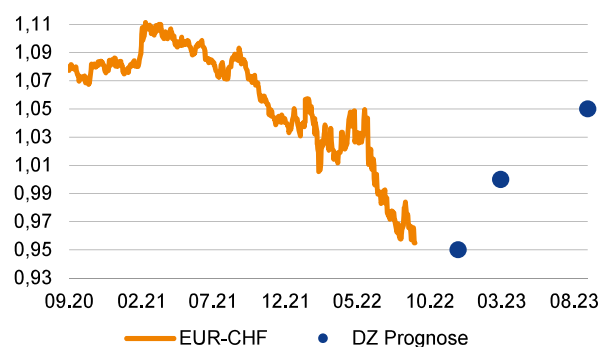
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



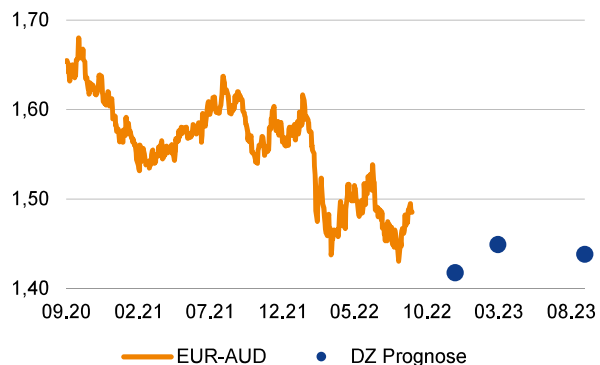
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



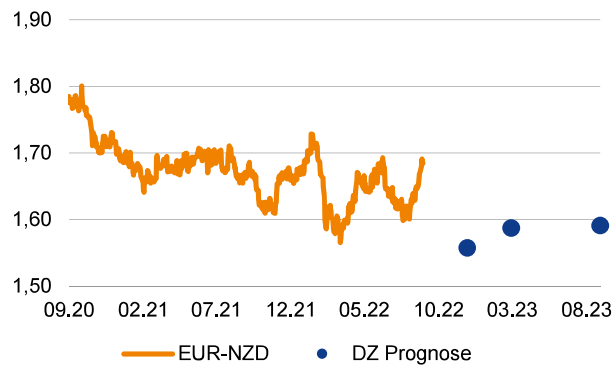
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



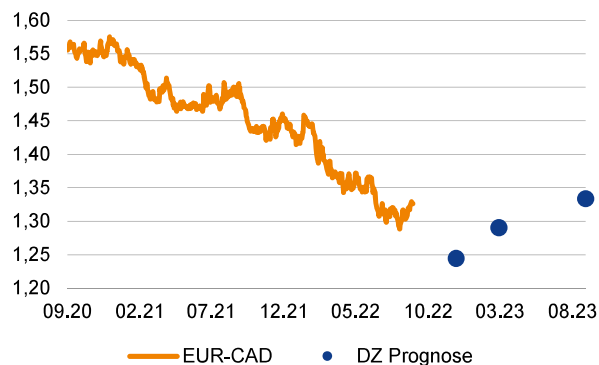
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



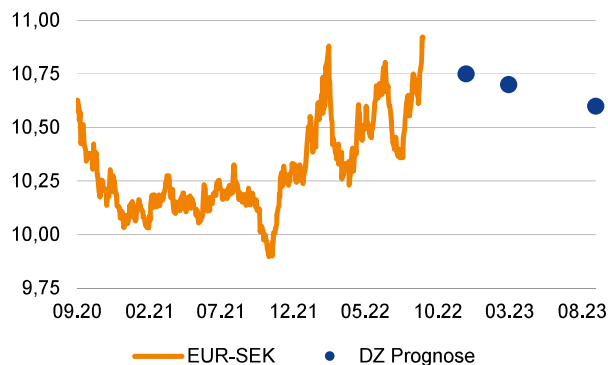
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



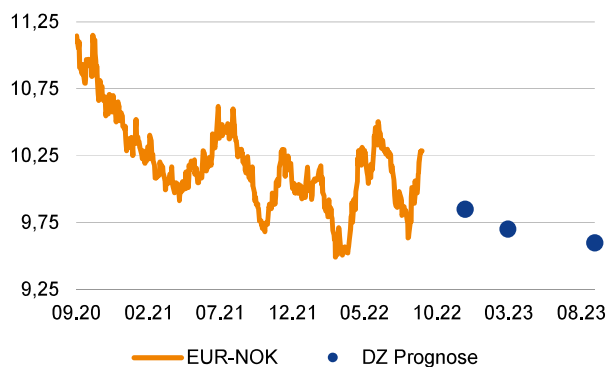
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



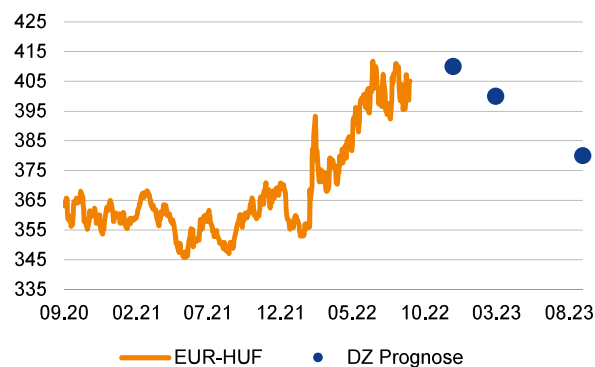
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



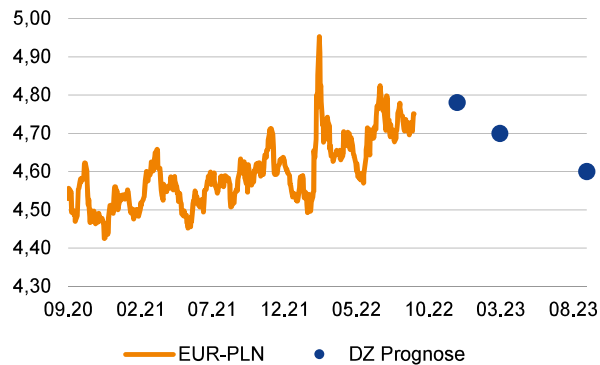
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



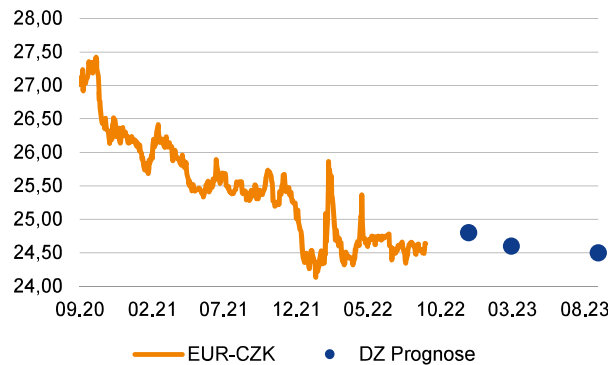
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



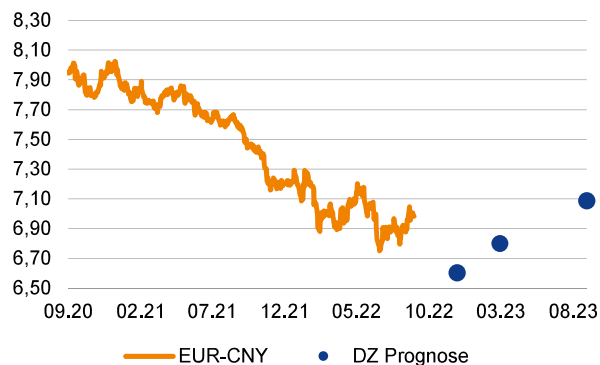
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



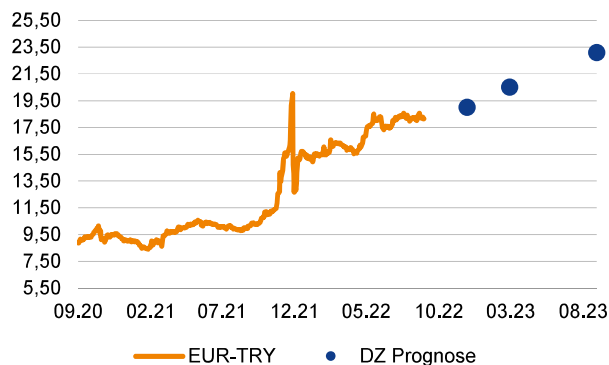
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



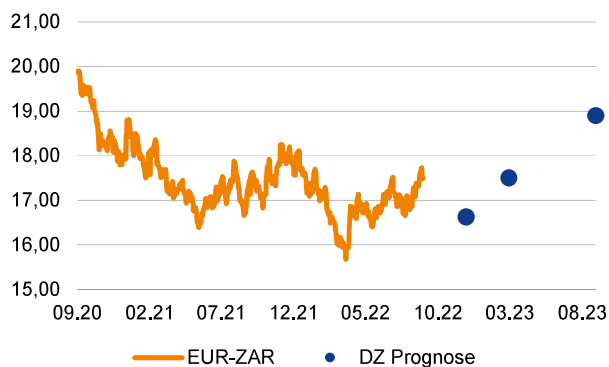
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



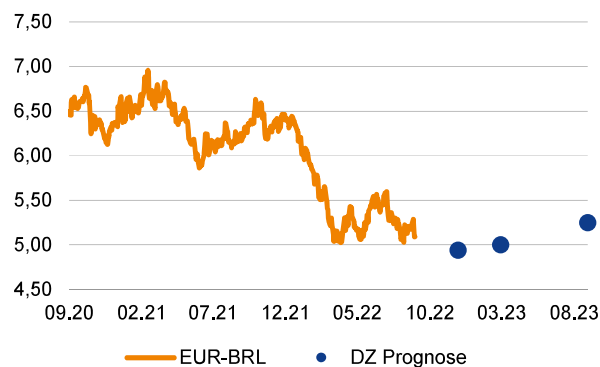
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



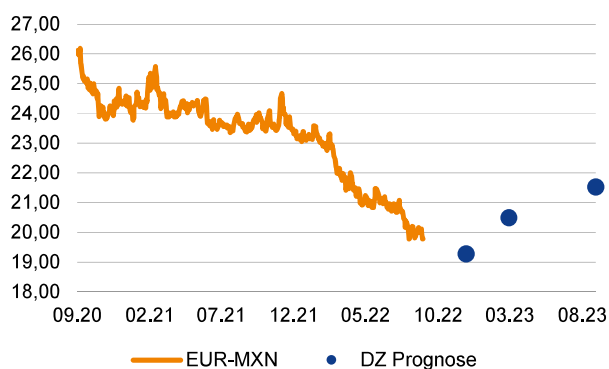
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

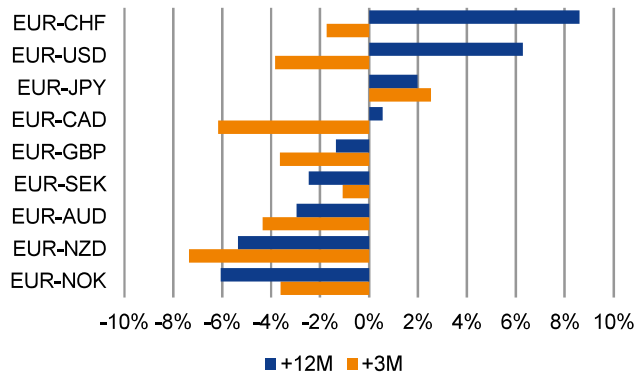
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

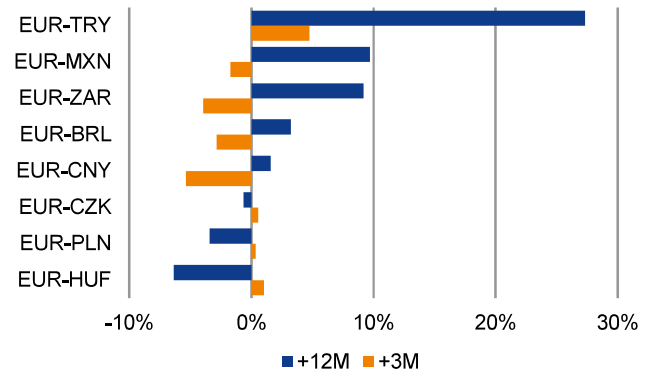
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	0.9838	0.95	1.00	1.05
EUR/GBP	0.8730	0.84	0.85	0.86
EUR/JPY	141.76	143	142	142
EUR/CHF	0.9510	0.95	1.00	1.05
EUR/AUD	1.4841	1.42	1.45	1.44
EUR/NZD	1.6811	1.56	1.59	1.59
EUR/CAD	1.3246	1.24	1.29	1.33
EUR/NOK	10.18	9.85	9.70	9.60
EUR/SEK	10.89	10.8	10.7	10.6
EUR/PLN	4.7734	4.78	4.70	4.60
EUR/CZK	24.66	24.8	24.6	24.5
EUR/HUF	407.1	410	400	380
EUR/TRY	18.03	19.0	20.5	23.1
EUR/ZAR	17.45	16.6	17.5	18.9
EUR/CNY	6.9611	6.60	6.80	7.09
EUR/BRL	5.0885	4.94	5.00	5.25
EUR/MXN	19.69	19.3	20.5	21.5

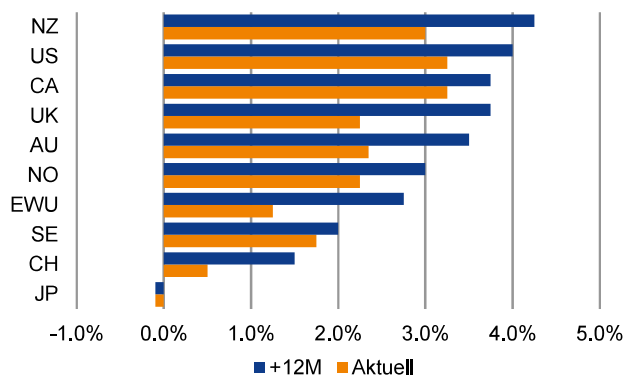
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	0.9838	0.95	1.00	1.05
GBP/USD	1.1270	1.13	1.18	1.22
USD/JPY	144.09	150	142	135
USD/CHF	0.9667	1.00	1.00	1.00
AUD/USD	0.6629	0.67	0.69	0.73
NZD/USD	0.5852	0.61	0.63	0.66
USD/CAD	1.3464	1.31	1.29	1.27
USD/NOK	10.35	10.37	9.70	9.14
USD/SEK	11.07	11.3	10.7	10.1
USD/PLN	4.8520	5.03	4.70	4.38
USD/CZK	25.07	26.1	24.6	23.3
USD/HUF	413.8	432	400	362
USD/TRY	18.33	20.0	20.5	22.0
USD/ZAR	17.74	17.5	17.5	18.0
USD/CNY	7.0757	6.95	6.80	6.75
USD/BRL	5.1723	5.20	5.00	5.00
USD/MXN	20.02	20.3	20.5	20.5

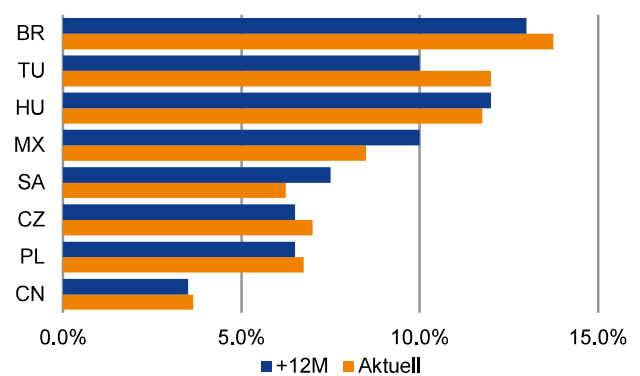
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,2	2,6	-1,0	5,4	4,1	1,2	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	8,2	6,2	6,1	8,0	9,2	9,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-4,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,2	2,0	2,4				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,7	1,5	-0,8	3,5	1,7	1,7	-0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	8,7	5,8	8,0	8,6	8,5	9,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-11,8	-5,2	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-3,9	-3,3				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	1,3	0,8	0,6	1,6	1,8	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	-0,2	2,2	1,8	0,9	2,5	2,6	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-7,1	-4,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,8	2,8	2,8				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7,4	3,1	-0,5	8,7	2,9	1,4	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	8,9	6,2	6,2	9,2	10,0	10,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-5,2	-7,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,6	-6,5	-4,4				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,2	2,1	-0,4	4,5	2,8	1,1	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	0,6	3,0	2,0	2,1	3,0	3,5	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,5	-0,5	1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9,0	9,0	9,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,8	3,8	2,4	3,4	3,6	5,8	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	6,3	4,5	5,2	6,2	6,9	7,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,5	-0,6	-1,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	1,5	-0,1				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,1	2,2	3,4	0,4	-0,4	5,3	3,7
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	6,7	2,9	6,9	7,3	6,5	6,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-2,7	-1,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,6	-7,8	-4,0				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,5	3,1	0,6	2,9	4,6	3,4	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	7,2	4,5	5,8	7,5	7,7	7,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-2,4	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,1	1,2	0,5				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,8	3,0	0,9	4,1	4,1	2,6	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,2	7,4	4,5	4,7	7,4	8,6	9,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,1	-0,6	-1,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,3	3,0	4,1				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,0	2,2	2,0	3,9	4,0	0,4	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	3,5	6,1	2,7	3,8	5,8	7,4	7,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	11,1	16,1	5,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14,6	25,6	19,1				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7,1	5,7	0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,1	12,4	12,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,8	-5,2	-4,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,8	-6,4	-8,7
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,9	4,4	0,0
Inflation (in % gg. Vj.)	5,2	13,7	11,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,9	-2,8	-4,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-5,3	-5,4
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	2,6	-0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	15,3	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,9	-7,4	-7,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-2,0	-2,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	11,4	4,3	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	19,6	73,0	33,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,3	-1,7	-2,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	-7,7	-2,6
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,9	1,8	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	6,8	5,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,2	-6,1	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,7	2,1	0,6
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	8,1	3,0	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,2	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,8	-5,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	0,9	0,8
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	2,2	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	8,3	10,1	6,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,4	-4,5	-6,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	-0,9	-2,1
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	1,8	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	7,8	6,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,9	-3,0	-2,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-1,3	-1,2

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, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit/ Sustainability

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

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