



# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### Von geldpolitischer Langeweile kann weiterhin keine Rede sein

Auch in den vergangenen Wochen standen am Devisenmarkt in erster Linie geldpolitische Themen im Fokus und damit verbunden die Frage, wie stark die Währungshüter besonders in den G10-Währungsräumen die Leitzinsen noch anheben müssen, um der Inflation Herr zu werden. Die zahlreichen geldpolitischen Entscheidungen der vergangenen Tage haben nun etwas Licht ins Dunkel gebracht, dürften doch beispielsweise die EZB, aber auch die Bank of England aller Voraussicht nach nun am Ende ihrer geldpolitischen Straffungszyklen angekommen sein. Die Fed sowie die SNB, die Norgesbank und die Riksbank sollten unserer Ansicht nach zwar auf kurze Sicht noch eine 25 Bp-Schippe drauflegen. Danach ist jedoch davon auszugehen, dass auch sie die geldpolitischen Füße stillhalten werden. Angesichts dessen, dass sich der zugrundeliegende Preisdruck hartnäckiger halten sollte als zu Beginn des Inflationsanstiegs gedacht, werden die meisten G10-Notenbanken allerdings ein ordentliches Sitzfleisch an den Tag legen (müssen).

Ist diese Zeit des geldpolitischen Abwartens mit geldpolitischer Langeweile gleichzusetzen? Wir meinen sicher nicht. Zum einen gibt es bei einigen G10-Notenbanken neben den klassischen Leitzinsen noch andere Stellschrauben, um weniger restriktiv zu werden, an denen in nächster Zeit (weiter) gedreht werden dürfte. Zum anderen lädt das geldpolitische Innehalten wohl bald zum Spekulieren über den Zeitpunkt der ersten Senkung ein. Dann dürfte wieder jedes Wort der Währungshüter auf die Goldwaage gelegt sowie jede Datenveröffentlichung akribisch auf ihre möglichen geldpolitischen Implikationen hin untersucht werden. Und schließlich haben wir ja noch die Bank of Japan! Diese sollte auch in den kommenden Monaten im Fokus des Marktes stehen, ist sie doch die letzte der großen Zentralbanken, die noch zu ihrer ultraexpansiven Geldpolitik steht.

Wem das Warten auf oder das Spekulieren über die ersten Leitzinssenkungen im G10-Universum zu müßig erscheint, dem empfehlen wir einen Blick auf die geldpolitischen Marschrichtungen der von uns gecoverten EM-Zentralbanken. Hier ist, was Lockerungen betrifft, bereits Musik drin. So hat die brasilianische Notenbank die Leitzinsen in den vergangenen Wochen bereits um 100 Bp nach unten genommen und weitere Senkungen in Aussicht gestellt. Auch in Osteuropa tut sich diesbezüglich einiges, wobei es hier große Unterschiede in der Kommunikation bzw. in der Vorbereitung dieser Zinsschritte gibt. Während die ungarischen Währungshüter den Markt mit einer entsprechenden „Forward Guidance“ auf ihre weitere geldpolitische Gangart vorbereiten, haben ihre polnischen Amtskollegen jüngst zum Leidwesen des Zloty auf das Überraschungsmoment gesetzt und damit gezeigt, wie man es besser nicht machen sollte. Man darf gespannt sein, ob es den Währungshütern in Warschau in den kommenden Wochen gelingen wird, die geldpolitischen Kohlen aus dem Feuer zu holen und das Vertrauen des Zloty in ihre Geldpolitik wieder zu stärken.

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
26.9.2023 08:26 Uhr

## INHALT

<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>2</b>
EUR-USD: Das Schlimmste sollte nun hinter uns liegen!	2
Japan: Normalisierung der BoJ-Politik - einen Schritt vorwärts, einen zurück	3
Großbritannien: Bank of England in abwartender Haltung	4
Schweiz: SNB legt dem Franken Steine in den Weg	6
Australien & Neuseeland: Machtwechsel in Neuseeland steht bevor	7
Kanada: Keine Aussicht auf baldige geldpolitische Lockerung bei der Bank of Canada	9
Skandinavien: Notenbanken ziehen weitere Anhebung in Erwägung	10
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>12</b>
Osteuropa: Polnischer Zloty steht im Rampenlicht	12
Türkei & Südafrika: Inflationserwartungen gehen getrennte Wege	13
China: Sorgen um Immobilienmarkt schwelen weiter	15
Brasilien & Mexiko: Haushaltsplanungen bringen Unsicherheiten	16
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>19</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>22</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>23</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>24</b>
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>25</b>

Editor:  
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

## G10 WÄHRUNGEN

### EUR-USD: Das Schlimmste sollte nun hinter uns liegen!

Seit Wochen, ja sogar Monaten, dreht sich alles um die Frage, wann genau die EZB und die Fed ihre Zinserhöhungszyklen beenden werden. Die extreme Datenabhängigkeit der Geldpolitik hat uns volatile Marktbewegungen beschert und den Euro zuletzt massiv unter Druck gesetzt. Auf Sicht von drei Monaten dürfte sich der geldpolitische Nebel jedoch gelichtet haben und der Blick sich auf die geldpolitische Gemengelage im Jahr 2024 richten. Schnelle Zinssenkungen gleich zu Jahresbeginn sind klar vom Tisch – die Inflationsentwicklung wird eine zeitnahe Lockerung der geldpolitischen Zügel nicht zulassen. Zur Mitte des Jahres erwarten wir jedoch erste Schritte in diese Richtung von der Fed. Die EZB hingegen dürfte sich deutlich mehr Zeit lassen, und erst zum Ende des kommenden Jahres aktiv werden. Diese geldpolitische Diskrepanz sollte sich schon zum Jahresende 2023 in steigenden EUR-USD-Kursen niederschlagen. Traditionell ist ja bekanntlich vor allem das Einpreisen von Leitzinsveränderungen wechselkursrelevant.

Doch nicht nur vonseiten der Geldpolitik, sondern auch aus dem fundamentalen Umfeld erwarten wir positive Impulse für EUR-USD. Dass die Lage in der Eurozone derzeit alles andere als rosig aussieht, ist unbestritten. Die Daten der vergangenen Wochen und Monate haben deutlich gezeigt, dass die Wirtschaft schwächelt – zu Lasten des Euros. In den USA hingegen hat das Auspreisen einer Winterrezession den Dollar beflügelt, insbesondere nachdem sich zuletzt schon fast wieder echter Konjunkturoptimismus verbreitet hat. All dies ist jedoch bereits in den aktuellen Kassakursen eingepreist. Solange sich die Lage in der Eurozone nicht erneut (von derzeitigen Niveaus ausgehend) deutlich verschlechtert, bzw. sich in den USA keine konjunkturelle Euphorie verbreitet, sollte das divergierende Wirtschaftsbild für EUR-USD nur noch sehr begrenzte Gefahren darstellen.

Richtet man den Blick weiter nach vorne, dürfte sich die wirtschaftliche Entwicklung eher zugunsten des Euro entwickeln. Die Lage in der Eurozone wird fraglos schwierig bleiben, jedoch rechnen unsere Volkswirte gegen Ende des Jahres 2023 mit einer langsamen Trendwende. Von dynamischem Wirtschaftswachstum kann sicherlich keine Rede sein, die Verbesserung der Lage sollte dennoch ausreichen, um dem Euro eine moderate Erholung zu bescheren.

**Die geldpolitischen Vorgaben werden sich mit Blick auf das Jahr 2024 ändern - zulasten des Dollars**

**Das Auspreisen der US-Rezession hat den Dollar beflügelt, ...**

**...während der Abschwung in der Eurozone den Euro belastet hat**

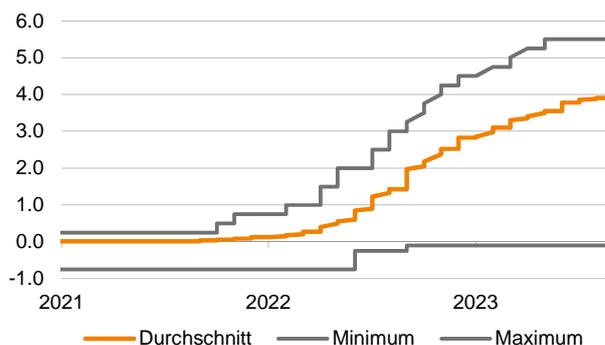
**Die Eurozone wird sich perspektivisch zumindest moderat konjunkturell erholen**

**WIRTSCHAFTLICHES UMFELD BELASTET EUR-USD**  
LS: EUR-USD; RS: RELATIVER SURPRISE-INDIKATOR EWU VS. USA



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

**ZINSERHÖHUNGSZYKLEN KOMMEN ZUM ENDE**  
LEITZINSEN G10 (IN %)



Quelle: Bloomberg

In den USA stehen dem Markt hingegen eher Enttäuschungen bevor. Der aktuelle Konjunkturoptimismus basiert vor allem auf der Annahme, dass sich die positiven Überraschungen der vergangenen Monate fortsetzen werden. Dabei ignoriert der Markt u.E. nach die bereits zahlreich vorhandenen Vorboten einer wirtschaftlichen Abkühlung. Die Marktreaktion auf den letzten US-Arbeitsmarktbericht hat dies eindrucksvoll gezeigt: am Tag der Veröffentlichung fiel der Dollar aufgrund des deutlicheren Anstiegs der Arbeitslosenquote. Am darauffolgenden Montag lag der Fokus dann fast ausschließlich auf dem weiterhin starken Stellenaufbau und der Dollar profitierte. Der Anstieg der Arbeitslosenquote spielte auf einmal keine Rolle mehr. In den kommenden Wochen und Monaten wird jedoch zunehmend deutlich werden, dass die massiven Zinserhöhungen der Fed nicht spurlos an der Wirtschaft vorbeigehen. Eine echte Rezession wird wohl ausbleiben, wir erwarten jedoch mindestens ein Quartal mit Negativwachstum.

**Gleichzeitig werden die aggressiven Straffungen der Fed nicht spurlos an der US-Wirtschaft vorbeigehen**

Unsere 3M-Prognose von 1,08 USD, die wir Anfang Juli gemacht hatten, ist angesichts dieses Ausblicks hinfällig. Die von uns erwartete Korrektur dürfte nun hinter uns liegen, allenfalls können wir uns sehr kurzfristige Rückschläge aufgrund geldpolitischer Unsicherheiten vorstellen. In drei Monaten sollte sich das Bild allerdings geändert haben und wir rollen die 3M-Prognose auf 1,10 USD.

**Unsere alte 3M-Prognose bedarf einer Anpassung**

Im weiteren Zeitverlauf bleibt unsere Prognose (+6M: 1,12 USD; +12M: 1,12 USD) unverändert. Im Frühjahr 2024 sollten die zu erwartenden Zinssenkungen der Fed eingepreist sein und EUR-USD sich bis auf 1,12 USD hochkämpfen können. Über den Sommer hinweg werden dann die bereits stattfindenden Zinssenkungen der Fed und das Einpreisen der ersten EZB-Senkungen miteinander konkurrieren. Auch wirtschaftlich wird das Rennen eng: die Wachstumsprognosen für die Eurozone und die USA laufen ab dem zweiten Quartal 2024 eng nebeneinander, größere Divergenzen sucht man vergebens.

**Weiterhin gestehen wir dem Euro mit einem 12M-Kursziel von 1,12 USD nur moderates Aufwertungspotenzial zu**

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

### **Japan: Normalisierung der BoJ-Politik - einen Schritt vorwärts, einen zurück**

Unter den Zentralbanken dieser Welt ist die Bank von Japan die letzte, die noch immer unbeirrt an ihrer ultra-lockeren Geldpolitik festhält. Daran hat auch die jüngste BoJ-Sitzung nichts verändert. Die Policy Rate bleibt bei -0,1%, das 10J-Zinsziel aus der Zinskurvenkontrolle bei 0,0% und auch die Schwankungsbreite der YCC-Politik wurde nicht angetastet. Auch in der nachfolgenden Pressekonferenz musste man vergebens nach Hinweisen für einen geldpolitischen Sinneswandel suchen. BoJ-Chef Ueda geht davon aus, dass der importierte Kostendruck seinen Höhepunkt erreicht hat und wiederholt das Risiko der unsicheren Lohnentwicklung. Alles in allem eine BoJ-Sitzung wie aus den „guten, alten Zeiten“ der Niedriginflation.

**Die unbeirrbar BoJ und ihr „dovishes Stillhalten“**

Der Yen zeigt sich zu Recht enttäuscht, schließlich hatte Ueda Anfang September ein bemerkenswertes Interview gegeben, das marktseitig als Indiz für ein Ende der Negativzinsen interpretiert wurde. Bei dieser Gelegenheit sprach Ueda davon, dass es gegen Ende des Jahres genügend Hinweise zu Lohnentwicklung und Zweit-rundeneffekten geben werde, um zu beurteilen, ob sich die Inflation nachhaltig auf höheren Niveaus stabilisiert hat. Nicht nur die zehnjährigen JGB-Renditen sind darauf angesprungen, auch die eingepreisten Leitzinsen deuten plötzlich auf eine Erhöhung für Mitte 2024. Dieses Hin und Her zwischen Exit-Andeutung und

**Einen Schritt vorwärts, und einen zurück**

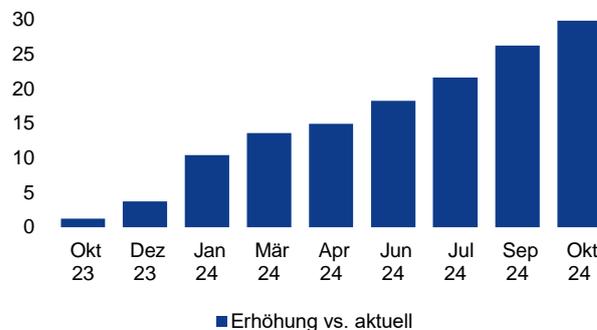
Zurückrudern sollte Japans Geldpolitik auch in den kommenden Monaten weiterhin prägen.

**BOJ-SPEKULATIONEN BRINGEN RENDITEN AUF NEUN-JAHRES-HOCH**  
JGB-RENDITEN, IN %



Quelle: Refinitiv

**MARKT BEGINNT ENDE DER NEGATIVZINSEN EINZUPREISEN**  
IMPLIZITE BOJ-LEITZINSSCHRITTE, IN BP



Quelle: Refinitiv

Dass sich in den letzten Tagen so viele der anderen Notenbanken weltweit für ein „higher for longer“ bei ihren Zinsen entschieden haben, macht dem Yen zusätzlich das Leben schwer. Während sich das Finanzministerium an der anhaltenden Yen-Schwäche inzwischen lautstark stört und mit Interventionen droht, lehnt BoJ-Chef Ueda einen Kommentar zur Wechselkursentwicklung ab. Damit trägt er zwar der offiziellen Aufgabenteilung Rechnung (die währungspolitische Hoheit liegt beim Finanzministerium), erweist der japanischen Valuta aber einen Bärendienst. Der Blick auf die importierte Inflation sollte eigentlich Grund genug sein, um vor den preistreibenden Folgen der Yen-Abwertung zu warnen und damit den Kreis zur Zinspolitik zu schließen. Das dovische Stillhalten bei der BoJ-Sitzung und die währungspolitische Verschwiegenheit bilden zusammen mit dem globalen USD-Aufbäumen den perfekten Nährboden für einen USD-JPY-Anstieg Richtung 150 JPY. Diese Niveaus haben wir auch im September vor einem Jahr bereits beobachten können. Ob -genau wie vor einem Jahr- Interventionen die Antwort darauf sein werden, ist nun die spannende Frage.

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

**BoJ verzichtet auf FX-Kommentare und schwächte den Yen damit erneut**

### Großbritannien: Bank of England in abwartender Haltung

Wie die jüngsten Anpassungen der Blue-Book-Daten, also der Wirtschafts- und Sozialstatistik Großbritanniens, nahelegen, hat sich die britische Wirtschaft schneller von den Folgen der Corona-Pandemie erholt als zunächst angenommen. Vor Putins Angriff auf die Ukraine war die Wirtschaft in einer stärkeren Verfassung. Zum Teil wird die Bank of England (BoE) ihre geldpolitischen Entscheidungen auf die ursprünglich schwächeren Daten gestützt haben. Insofern verwundert es nicht, dass die Zinsstraffungsmaßnahmen der BoE im Kampf gegen die Inflation nicht den erhofften Erfolg hatten.

Für die Entscheidungsträger der Notenbank steht in den kommenden Monaten sehr viel auf dem Spiel. Die Konjunkturaussichten sind alles andere als rosig, und die BoE muss das Inflationsziel erreichen, ohne jedoch zu stark an der Zinsschraube zu

**Britische Wirtschaft robuster als im Anschluss an Pandemie zunächst angenommen**

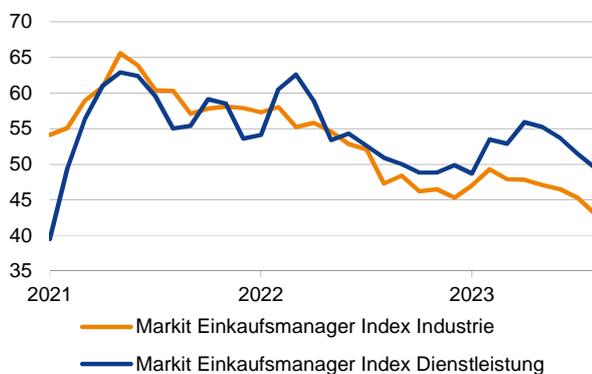
**BoE muss Inflation unter 2% (J/J) drücken, darf aber nicht die Konjunktur abwürgen**

drehen und die Konjunktur dadurch in eine tiefe Rezession zu stürzen. Die Notenbank ist sich der Herausforderungen dieser Gratwanderung nur allzu bewusst.

Die Teuerungsdaten für August dürften dem geldpolitischen Ausschuss der Bank of England (Monetary Policy Committee, MPC) die Arbeit ein wenig erleichtert haben. So ist der Verbraucherpreisindex von 6,4% leicht auf 6,3% (jeweils J/J) zurückgegangen. Ermutigend ist vor allem, dass die Kernrate (ohne Preise für Lebensmittel, Energiesektor und Tabakwaren) unerwartet stark gefallen ist: von 6,9% auf 6,2% (jeweils J/J). Dennoch ist die Inflationsrate immer noch weit vom Zielsatz (2% J/J) der BoE entfernt. Hinzu kommt, dass nach wie vor ein Risiko von Zweitrundeneffekten besteht, da die Arbeitslosenquote seit 2000 unter dem Durchschnittswert liegt und Löhne und Gehälter immer noch zu schnell steigen.

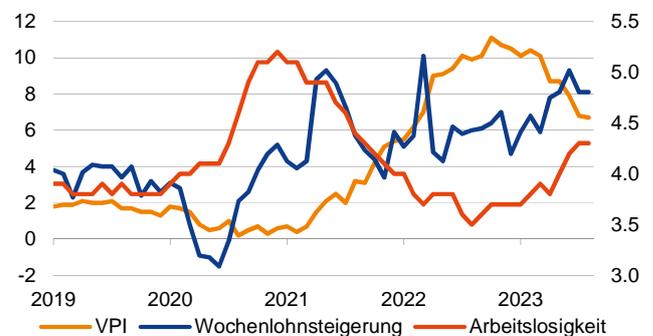
**Inflation im August rückläufig, doch inflationäre Impulse flauen nur langsam ab**

**PMI DEUTET AUF ABSCHWUNG IN DEN WINTERMONATEN HIN**  
DIFFUSIONSINDEX, PUNKTE



Quelle: Bloomberg

**INFLATION GEHT ZWAR ZURÜCK, LIEGT ABER IMMER NOCH ÜBER ZIELWERT; KEINE WESENTLICHE ABKÜHLUNG AM ARBEITSMARKT**  
IN %; INFLATIONS- UND LOHNENTWICKLUNG J/J, IN %



Quelle: Bloomberg

Bei seiner Sitzung am 21. September stimmte das neunköpfige Monetary Policy Committee mehrheitlich dafür, den Leitzins auf seinem gegenwärtigen Niveau von 5,25% zu belassen, statt ihn wie marktseitig mehrheitlich erwartet um 25 Bp anzuheben. Die Entscheidung fiel mit 5 zu 4 Stimmen äußerst knapp aus. Dabei stimmten vier der fünf MPC-Mitglieder, die intern aus den Bereichen der Bank of England ernannt werden, gegen und die vier externen Experten überwiegend für eine Anhebung der Zinsen. Die Notenbank wies allerdings darauf hin, dass eine weitere Straffung angezeigt sein könnte, falls es Anzeichen für anhaltenden Preisauftrieb gebe. Die Finanzmärkte scheinen die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinserhöhung vor Mitte 2024 dennoch nicht höher als 50% einzuschätzen. Zudem sei mit einer Zinssenkung frühestens im nächsten Herbst zu rechnen. Davon zeugte auch die Rede von Huw Pill, Chefvolkswirt der BoE, in Südafrika, bei der er sich für einen „Tafelberg“-Ansatz aussprach, also stabile (erhöhte) Zinssätze über einen längeren Zeitraum.

**MPC-Entscheidung gegen Zinserhöhung im September für Märkte überraschend, doch weitere Anhebungen nicht ausgeschlossen**

Neben der Zinspause kündigte der MPC zudem eine weitere Verschlinkung der BoE-Bilanz an: Im Zeitraum von Oktober 2023 bis September 2024 soll das QE-Portfolio britischer Staatsanleihen um 100 Mrd. GBP – sei es durch Verkauf oder Fälligkeit – verringert werden. Im Vorjahreszeitraum lag dieses Volumen bei 80 Mrd. GBP. Das MPC betonte, dass der Gilt-Markt den Abverkauf britischer Staatsanleihen bislang gut verkraftet habe und der (geldpolitische) Straffungseffekt dieser Verkäufe begrenzt und nur schwer quantifizierbar sei.

**Reduzierung des Gilt-Portfolios soll 2023/24 von 80 Mrd. GBP auf 100 Mrd. GBP ausgeweitet werden**

Mangels einer vergleichsweise restriktiven Geldpolitik der Bank of England wird das britische Pfund seine diesjährigen Rekordmarken im weiteren Jahresverlauf wohl nicht erneut testen können. Sofern eine rückläufige Inflationsentwicklung die MPC-Entscheidung, den Leitzins auf dem aktuellen Niveau zu belassen, rechtfertigt, sollte das Pfund seine im Anschluss an die Septembersitzung beobachteten Verluste im Laufe des vierten Quartals jedoch wieder wettmachen.

**Pfund in den kommenden Monaten auf positive Konjunkturdaten angewiesen, um Verluste wettzumachen**

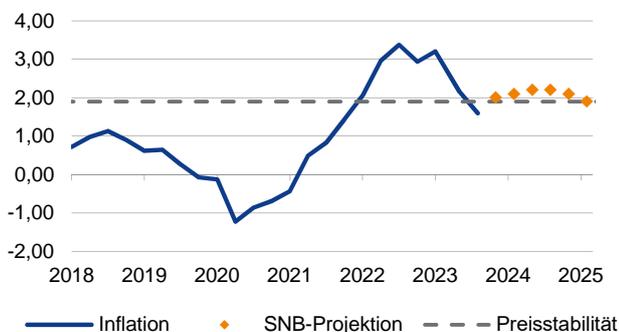
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

**Schweiz: SNB legt dem Franken Steine in den Weg**

Mit ihrer Entscheidung, bei der jüngsten Sitzung eine hawkische Zinspause einzulegen, hat die SNB die meisten Marktbeobachter und auch den Schweizer Franken auf dem falschen Fuß erwischt. Der korrespondierende Anstieg in EUR-CHF von 0,9560 CHF bis auf 0,9670 CHF innerhalb von zwei Stunden spricht für sich. Noch wichtiger: die Alpenwährung hat ihre Verluste seitdem nicht ansatzweise zu korrigieren versucht, was unterstreicht, dass der Markt von der Entscheidung nachhaltig beeindruckt ist. Bei einer aktuellen Inflation von nur noch 1,6% (J/J) klingt es zunächst naheliegend, dass die Notenbank ihre Politik nicht weiter strafft, sondern erst einmal beobachten will. Allerdings hatte die SNB-Rhetorik im Vorfeld eine anhaltend hohe Alarmbereitschaft in Sachen Zweitrundeneffekten und damit eigentlich eine erneute Zinserhöhung suggeriert.

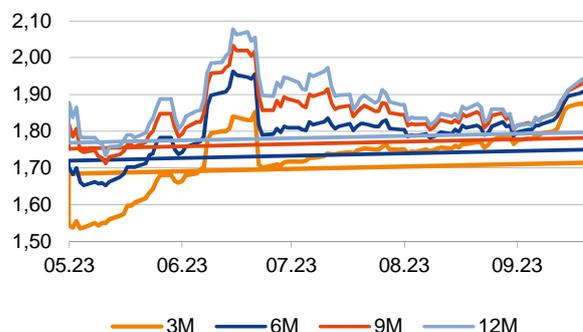
**SNB legt eine Zinspause ein – oder war das schon das Ende?**

**RÜCKGANG DER TEUERUNG SOLLTE BEENDET SEIN**  
INFLATION: REALISIERTE WERTE UND SNB-PROJEKTION, IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv, SNB

**SNB VERSETZT ZINSERHÖHUNGSERWARTUNGEN EINEN DÄMPFER**  
CHF-ZINSEN (OVERNIGHT INDEX SWAPS) IN %



Quelle: Refinitiv

Doch aufgeschoben ist nicht aufgehoben – Wir erwarten bei der nächsten Sitzung im Dezember einen abschließenden Schritt von aktuell 1,75% auf dann 2,00%, räumen aber ein, dass diese Entscheidung denkbar knapp ausfallen dürfte. Oder um es mit den Worten der SNB zu sagen: „Es ist aus heutiger Sicht nicht auszuschließen, dass eine weitere Straffung der Geldpolitik nötig werden könnte, um die Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten.“ Aufgrund der absehbaren Beschleunigung bei Mieten und Energiepreisen ist in den kommenden Monaten wieder mit einem klaren Anstieg der Teuerung zu rechnen. Für das Jahr 2024 unterstellt die Notenbank in ihren Inflations-Projektionen durchweg eine „Zwei vor dem Komma“, also eine Rate knapp oberhalb der Zielmarke. Andererseits wurden die Schätzungen für 2025 von 2,1% auf 1,9% (J/J) gesenkt, was nicht viel klingt, aber ein Signal dafür ist, dass die Preisstabilität nicht mehr als dauerhaft gefährdet angesehen wird. Damit ließen sich

**Teufelskreis: Franken-Schwäche und Zinserhöhungen**

im Dezember 2023 sowohl eine Erhöhung als auch ein Stillhalten rechtfertigen. Ausschlaggebend könnte die Wechselkursentwicklung des Frankens werden: Ohne die Aussicht auf Zinserhöhungen dürfte die Alpenwährung vorerst unter Abgabedruck bleiben. Dies generiert importierten Inflationsdruck, welcher der SNB bekanntlich missfällt und sie doch noch zu einer monetären Straffung veranlassen könnte, worauf der Franken positiv reagieren würde, was eine Zinserhöhung wiederum hinfällig machen würde, usw. Innerhalb dieses Teufelskreises dürften wir uns in den kommenden Wochen im Kreis drehen. Wir sehen EUR-CHF zwar immer noch moderat fester, allerdings auf absehbare Zeit nicht mehr oberhalb der Parität, sondern in einer Spanne 0,95-1,00 CHF.

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

### **Australien & Neuseeland: Machtwechsel in Neuseeland steht bevor**

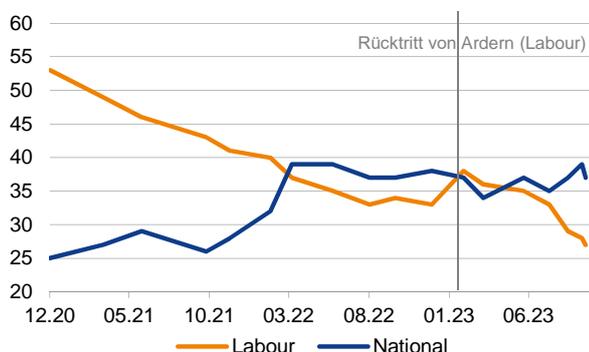
Neuseeland wählt! Am 14. Oktober dürfen die „Kiwis“ an die Wahlurne treten, um ein neues Parlament zu wählen. Der Wahlkampf zwischen dem amtierenden Premierminister Chris Hipkins der regierenden Labour Party und Christopher Luxon, dem Vorsitzenden der stärksten Oppositionspartei, der National Party, geht knapp drei Wochen vor den Wahlen nun in die heiße Phase. Luxon warf der Regierung zuletzt wiederholt „wirtschaftliches Missmanagement“ vor – erhöhte Staatsausgaben hätten die Inflation angefacht und wären somit einer der Gründe gewesen, weshalb die neuseeländische Notenbank (RBNZ) seit Ende 2021 so aggressiv ihren Leitzins erhöhen musste und damit für eine Abkühlung der dortigen Konjunktur gesorgt hat. Was würde Luxon bzw. seine National Party verändern wollen, sollte es tatsächlich zu einem Machtwechsel in Wellington kommen?

Vor allem in Sachen Steuerpolitik würde die National Party anpacken wollen. Steuerentlastungen für Familien mit mittlerem Einkommen sollen den durch die immer noch hohe Inflation verursachten Kaufkraftverlust kompensieren. Finanziert werden soll der Plan, der über vier Jahre 14,6 Mrd. NZD kosten würde, unter anderem durch reduzierte Ausgaben für Unternehmensberater im öffentlichen Sektor, Steuereinnahmen durch die Wiedererlaubnis des Verkaufs von Häusern an Ausländer im Wert von über 2 Mio. NZD sowie durch den Abbau des Verwaltungsapparates. Die Labour Party hält die Pläne für unrealistisch und weitreichende Änderungen des Steuersystems für unbezahlbar. Jüngsten Schätzungen des Finanzministeriums zufolge dürfte sich das Haushaltsdefizit im laufenden Fiskaljahr auf 11,6 Mrd. NZD beziffern gegenüber der Mai-Projektion von 7,6 Mrd. NZD. Doch nicht nur in der Steuerpolitik, auch in der Geldpolitik würde Luxon (National Party) drastische Änderungen vornehmen wollen, indem er das von der Labour Party eingeführte duale Mandat der RBNZ von Preisstabilität und Vollbeschäftigung wieder zurücknimmt und somit den Fokus der Notenbank auf die Inflationsbekämpfung beschränkt.

**Knapp drei Wochen bis zu den  
Parlamentswahlen; National aktuell  
mit 37% vor Labour (27%)**

**Luxon (National) will Steuer-  
senkungen sowie das duale Mandat  
der RBNZ wieder abschaffen**

**NZ: SEIT DEM ÜBERRASCHENDEN RÜCKTRITT VON PREMIERMINISTERIN ARDERN SINKEN LABOURS UMFRAGEWERTE**  
UMFRAGEWERTE ZU DEN PARLAMENTSWAHLEN, IN %



Quelle: 1News/Verian

**AU: JÜNGSTE CNY-SCHWÄCHE LÄSST AUCH DEN AUSTRALISCHEN DOLLAR NICHT UNBEEINDRUCKT**  
LS: USD JE AUD; RS: CNY JE USD (INVERS)



Quelle: Bloomberg

Im Umfeld einer immer noch hohen Inflation in Neuseeland könnte man übereilt schlussfolgern, dass die RBNZ ihre Geldpolitik noch restriktiver gestalten könnte. Allerdings gehen wir angesichts der bereits sehr aggressiven Zinserhöhungen von kumuliert 525 Bp in diesem Erhöhungszyklus zumindest nicht davon aus, dass die Zentralbank noch weiter an der Zinsschraube dreht. Zudem hat RBNZ-Gouverneur Orr kürzlich gesagt, dass die Entscheidungen des geldpolitischen Ausschusses in den letzten Jahren mit oder ohne des dualen Mandates gleich ausgefallen wären. Ein denkbare Szenario wäre allerdings später als bisher erwartete Zinssenkungen, sollte die Inflationsdynamik gen Süden aufgrund steigender Ölpreise schleppend verlaufen. Der momentan angeschlagene Kiwi-Dollar – NZD-USD handelt nach wie vor unterhalb der Marke von 0,60 USD – würde dies jedenfalls begrüßen, hängen seine Aussichten u.a. doch davon ab, wie lange die RBNZ ihr aktuelles Leitzinsniveau hält.

Ähnlich wie der Kiwi-Dollar befindet sich auch der australische Dollar seit Mitte August in einem Seitwärtskanal – AUD-USD notiert seitdem überwiegend zwischen rund 0,64 USD und 0,65 USD. Seitens der Geldpolitik der Reserve Bank of Australia (RBA) gab es zum dritten Mal in Folge keinen positiven Impuls für den „Aussie“, denn die RBA ließ auch im September das Cash Rate Target unberührt bei 4,10%. Angesichts der weiterhin nachlassenden Inflation – die Gesamtrate sank im Juli von zuvor 5,4% auf 4,9% (jeweils J/J) – sowie der rückläufigen Inflationserwartungen der Verbraucher dürfte die Hürde für eine erneute geldpolitische Straffung immer größer werden. Unterdessen halten sich Konjunktur und Arbeitsmarkt in Australien nach wie vor äußerst robust, das BIP-Wachstum im zweiten Quartal belief sich auf 2,1% (Marktkonsens: 1,8%; jeweils J/J) von zuvor nach oben revidierten 2,4% (J/J) – die Chancen für eine weiche Landung der australischen Wirtschaft stehen aktuell sehr gut. Nichtsdestotrotz ist das Schicksal des australischen Dollars auf kurze Sicht an die finale Straffungsambition der US-Notenbank gebunden. Die Wachstumssorgen in China, u.a. aufgrund der erneuten Unruhen im Immobiliensektor, belastete in den letzten Wochen zunehmend den chinesischen Yuan, dessen Entwicklung gegenüber dem US-Dollar (historisch betrachtet aufgrund der engen Außenhandelsverflechtungen zwischen China und Australien) stark mit der Entwicklung von AUD-USD korreliert. Für den australischen Dollar sehen wir daher bis zum Ende des Jahres nur ein begrenztes Aufwertungspotenzial.

**Könnte die Rückkehr der RBNZ zur Preisstabilität als einziges Mandat erste Zinssenkungen hinauszögern?**

**AUD-USD im Seitwärtskanal gefangen aufgrund ...**

**... des erwarteten Zinsschritt der Fed sowie Chinas Konjunktursorgen**

## Kanada: Keine Aussicht auf baldige geldpolitische Lockerung bei der Bank of Canada

Die kanadische Wirtschaft hat ihren Höhenflug beendet und verliert an Schwung. Eine Bruchlandung ist jedoch nicht zu befürchten. Die DZ BANK erwartet in ihren BIP-Prognosen für Q3 und Q4 Wachstumsraten von -0,1% bzw. -0,3% (Q/Q). Nach dem Rückgang von 0,2% (Q/Q) im 2. Quartal wird sich die kanadische Konjunktur somit über weite Strecken des Jahres 2023 leicht abschwächen. In 2024 ist damit zu rechnen, dass die Wirtschaft wieder wächst, allerdings nur um 1% (J/J).

Den jüngsten Inflationsdaten für August zufolge ist die Gesamtrate stärker als erwartet gestiegen: von 3,3% (J/J) im Juli auf 4,0% (J/J). Die bereinigte Kernrate erhöhte sich geringfügig von 3,6% auf 3,9% und ist seit ihrem Höchststand von 5,6% im Juni 2022 nur leicht zurückgegangen, während die Gesamtrate im gleichen Zeitraum von 8,1% auf 4% gesunken ist (jeweils J/J). Dies zeigt, wie hartnäckig die Kerninflation ist, und warum sie der Bank of Canada schon seit Monaten Sorge bereitet.

Nachdem die Bank of Canada (BoC) im Zuge ihrer relativ aggressiven geldpolitischen Straffung den Leitzins von 0,25% im Februar 2022 auf den derzeitigen Höchststand von 5% im Juli 2023 angehoben hat, dürfte sie die Zinsen trotz der Inflationsdaten vom August bis weit ins Jahr 2024 hinein unverändert lassen. Dennoch besteht das Risiko einer weiteren Straffung. Die BoC wird vermutlich erst sicher sein wollen, dass die Inflation nachhaltig auf den Zielwert gesenkt wurde, bevor sie eine Zinssenkung in Betracht zieht - selbst wenn die Wirtschaft nur langsam wächst und die Arbeitslosigkeit zunimmt. Die Arbeitslosenquote ist zwar von ihrem Nachkriegstief von 4,9% im Sommer 2022 auf aktuell 5,5% gestiegen, liegt aber immer noch etwa 0,5 Prozentpunkte unter dem Durchschnittswert, der vor der Pandemie herrschte. Andererseits steigen die Löhne und Gehälter um etwas mehr als 5% (J/J) und damit deutlich schneller als vor Corona.

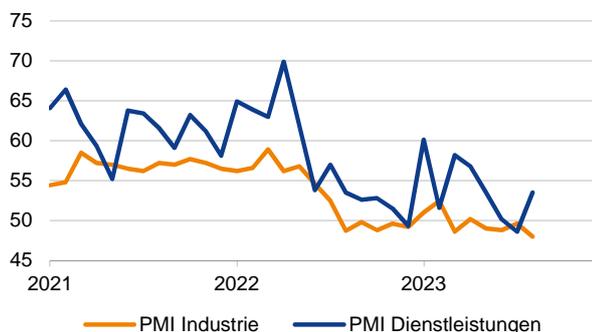
**Trübe Konjunkturaussichten im 2. Halbjahr und wenig Besserung im Jahr 2024 erwartet**

**Inflation hält sich hartnäckig, die bereinigte Kernrate ist um weniger als 2 Prozentpunkte gefallen**

**Die BoC dürfte die Zinsen bis weit ins Jahr 2024 hinein unverändert lassen - trotz des jüngsten Anstiegs der Inflation**

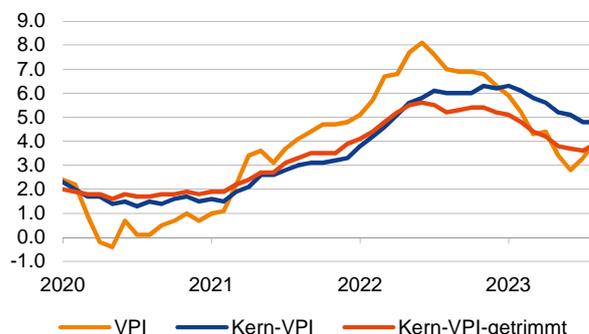
**Lage auf dem Arbeitsmarkt entspannt sich allmählich**

### WEITERHIN SCHWACHER TREND BEI DEN EINKAUFSMANAGER-INDIZES, DIE GELDPOLITISCHE STRAFFUNG ZEIGT WIRKUNG DIFFUSIONSINDIZES, IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

### VPI RÜCKLÄUFIG, ZINSSÄTZE BLEIBEN VORAUSSICHTLICH BIS INS JAHR 2024 HINEIN STABIL IN %



Quelle: Bloomberg

Da die Bank of Canada ihre Geldpolitik voraussichtlich über einen längeren Zeitraum auf Eis legen wird, dürfte die Kursentwicklung des kanadischen Dollars am Devisenmarkt stark von den geldpolitischen Entscheidungen anderer wichtiger Zentralbanken abhängen. Die EZB hat mit der jüngsten Erhöhung des Leitzinses auf

**Nur wenig Spielraum für größere Kursbewegungen beim kanadischen Dollar bis 2024**

4,5% ihren Straffungszyklus wahrscheinlich abgeschlossen. Dagegen lässt die Fed die Tür für eine weitere Straffung ganz klar offen. Daher dürfte EUR-CAD die Seitwärtsbewegung der letzten Monate im mittleren 1,40er-CAD-Bereich fortsetzen. Bei USD-CAD sollte der Loonie jedoch leicht zulegen können, nicht zuletzt weil die Märkte erwarten, dass die Fed deutlich vor der Bank of Canada damit beginnen wird, die Zinsen zu senken.

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

## Skandinavien: Notenbanken ziehen weitere Anhebung in Erwägung

Der konjunkturelle Abschwung hat begonnen. Die schwedische Wirtschaftsleistung schrumpfte im zweiten Quartal und dürfte auch im dritten Quartal eine negative Wachstumsrate aufweisen. Das BIP sollte im Gesamtjahr 2023 insgesamt leicht nachgeben und im kommenden Jahr nur um 0,7% zulegen können. Die kurzfristigen Aussichten für Schwedens Wirtschaft sind aufgrund der hohen Inflation und steigender Zinsen düster. Der Dreimonats-Interbankenzins (STIBOR) ist in den zurückliegenden eineinhalb Jahren um gut 400 Basispunkte angestiegen.

Die Inflation in Schweden ist rückläufig. Der Anstieg der Energie- und Lebensmittelpreise hat sich deutlich verlangsamt. Der Inflationsdruck ist aber immer noch zu hoch. Die Preise für Dienstleistungen steigen weiterhin rasch an, was zusammen mit der schwachen Krone das Risiko erhöht, dass die Inflation nicht weiter zurückgeht.

Der hohen Inflation Rechnung tragend hat die Riksbank die Geldpolitik weiter verschärft und den Leitzins im September auf 4,0% angehoben. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 400 Basispunkte im Jahr 2022 und 2023 deutet die Prognose der schwedischen Zentralbank darauf hin, dass der Leitzins noch weiter angehoben werden könnte. Nach Einschätzung der Riksbank dürfte der CPIF-Index im kommenden Jahr mit 2,5% (J/J) dem Zwei-Prozent-Zielwert der Notenbank sehr nahekommen.

## Deutliche Konjunkturdelle

## Die Inflation ist rückläufig, liegt aber immer noch weit über dem Zielwert

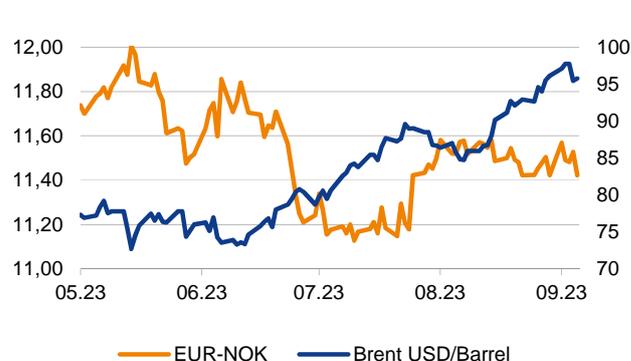
## Der Leitzins könnte noch weiter angehoben werden

**SCHWEDEN: RENDITEAUFSCHLÄGE UNATTRAKTIV**  
10J-SPREAD AUF BUND IN BASISPUNKTEN



Quelle: Refinitiv

**NORWEGEN: HOHE ROHÖLPREISE STÜTZEN DIE KRONE**  
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Die Rahmenbedingungen für die Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der schwedische Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeauf-

**Krone auf Zwölfmonatssicht bei der Marke von 11,65 SEK erwartet**

schläge zur Eurozone an Attraktivität verloren hat. Der Renditeaufschlag zehnjähriger schwedischer Staatsanleihen zur 10J-Bundesanleihe liegt aktuell bei nur knapp 20 Basispunkten. Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich Schwedens Währung mittelfristig wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich neben dem CPIF-Index auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im kommenden Jahr auf 2,6% (J/J) deutlich abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,65 SEK.

Für Norwegens Wirtschaft und Währung ist der Rohölpreis ein wichtiger Einflussfaktor. Die Brent-Notierungen zogen seit Ende Juni um rund 30% an, was auch darauf zurückzuführen ist, dass Saudi-Arabien und Russland ihre freiwilligen Lieferbeschränkungen bis Ende des Jahres verlängert haben und US-Präsident Biden ankündigte, die Öl- und Gasbohrungen in Alaska einzuschränken. Der jüngste Anstieg der Rohöl- und auch Gaspreise hat die norwegische Krone nur bedingt unterstützt. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich gegenüber dem Vorjahr zwar deutlich abschwächen aber mit 1,2% (J/J) stärker ausfallen als im Euroraum, der wohl nur sehr knapp an einer Schrumpfung vorbeischrammen dürfte. Die Renditeaufschläge der mittleren und längeren Laufzeiten gegenüber dem Euroraum haben sich seit ihren Tiefs im März auf rund 120 bis 130 Basispunkte ausgeweitet. Damit haben norwegische Zinsprodukte an Attraktivität hinzugewonnen.

Der Arbeitsmarkt ist leergefegt, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,9%, aber es zeigen sich Anzeichen für einen nachlassenden Druck am Arbeitsmarkt. Das Lohnwachstum dürfte in diesem Jahr auf 5,5% ansteigen. Dennoch fiel der Preisauftrieb im August mit 4,8% (J/J) recht gemäßigt aus. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im August auf 6,3% im Jahresvergleich gefallen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ bleibt aber vorerst außer Sichtweite. Beim Leitzinsentscheid am 21. September wurde die Policy Rate auf 4,25% angehoben. Ob eine weitere Verschärfung nötig sein wird, hängt von der wirtschaftlichen Entwicklung ab. Laut Notenbank-Gouverneurin Ida Wolden Bache wird es wahrscheinlich eine weitere Leitzinserhöhung geben, höchstwahrscheinlich im Dezember.

Die Spreadentwicklung, bei der wir von einer weiteren Ausweitung ausgehen, sollte sich positiv auf die Krone auswirken. Kaum noch profitieren dürfte Norwegens Währung dagegen von der weiteren Rohölpreisentwicklung – wir halten auf Sicht von zwölf Monaten Notierungen um 95 USD pro Barrel für wahrscheinlich. Ferner dürfte die noch weiterhin restriktive Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig weiter nachgebende Inflationsraten der Krone zugutekommen. Wir gehen auf Jahresfrist bei EUR-NOK von Niveaus um 10,90 NOK aus.

**Hohe Rohölpreise und Spreadausweitungen stützen die Krone**

**Löhne steigen deutlich**

**Wir erwarten: eine weiterhin restriktive Geldpolitik, weiter nachgebende Inflationsraten sowie auf Jahresfrist stabile Rohölpreise**

**EUR-NOK: Auf Jahresfrist Notierungen um 10,90 NOK wahrscheinlich**

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

## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Polnischer Zloty steht im Rampenlicht

Betrachtet man das Geschehen der CE3-Währungen, steht dieser Tage der Zloty im Mittelpunkt des Geschehens, so dass wir den Text dieses Mal ausschließlich der polnischen Landeswährung widmen möchten. Ins Rampenlicht katapultiert wurde der Zloty durch seine Währungshüter. Diese senkten den Leitzins Anfang September unerwartet deutlich um 75 Bp auf nun 6,00% und setzten damit ihre Landeswährung gehörig unter Abgabedruck. Dass der Zloty derart verstimmt auf diese Entscheidung reagiert hat, dürfte in erster Linie zwei Aspekten geschuldet sein. Zum einen den wieder belebten Inflations Sorgen und zum anderen dem fahlen Beigeschmack, dass diese Leitzinssenkung zumindest in Teilen auch politisch motiviert gewesen sein könnte.

Was die Inflationsentwicklung betrifft, so hat der Preisdruck in Polen zwar zuletzt spürbar nachgelassen, was der polnischen Notenbankchef Glapinski auch als Erklärung für diese unerwartet deutliche Leitzinssenkung angeführt hat. Allerdings ist die Teuerung mit rund 10% (J/J) nach wie vor sehr weit von dem Inflationsziel der polnischen Zentralbank (2,5%, +/- 1 Prozentpunkt) entfernt. Zudem bewegt sich auch die Kernrate mit ebenfalls 10% (J/J) weiterhin auf viel zu hohen Niveaus. Marktseitig kamen daher im Nachgang dieser Zinsentscheidung Sorgen auf, wonach die NBP den Leitzins zu früh und zu stark gesenkt haben könnte, um die Teuerung wieder in den Griff zu bekommen, was ihre bisherigen Erfolge im Kampf gegen die Inflation zunichtemachen könnte.

**Polnische Notenbank erwischt den Zloty mit unerwartet deutlicher Leitzinssenkung auf dem falschen Fuß**

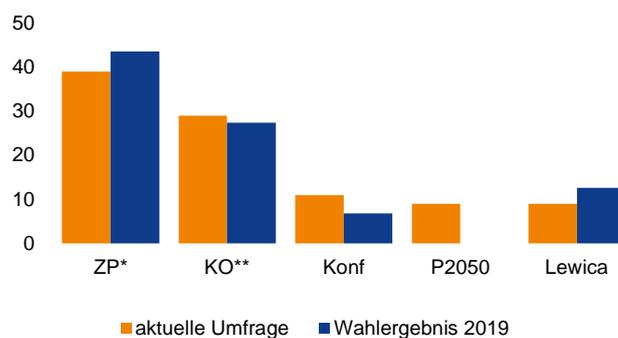
**Trotz eingesetztem Disinflationprozess ist die Teuerung in Polen noch viel zu hoch**

#### POLNISCHE NOTENBANK ERWEIST IHRER LANDESWÄHRUNG EINEN BÄRENDIENST KURSENTWICKLUNG EUR-PLN



Quelle: Tradesignal

#### PARLAMENTSWAHL POLEN: WEITERE ENTFREMDUNG ODER ANNÄHERUNG AN EU? IN %



Quelle: <https://www.politico.eu/europe-poll-of-polls/poland/>, \* ZP (Vereinigte Rechte): Wahlbündnis Regierungspartei PiS (Recht und Gerechtigkeit) und SP (Solidarisches Polen); \*\*KO (Bürgerkoalition): Wahlbündnis verschiedener Oppositionsparteien darunter die Bürgerplattform (PO).

Angesichts der am 15. Oktober in Polen anstehenden Parlamentswahl kam die unerwartet deutliche Leitzinssenkung zudem zu einem schlechten Zeitpunkt, warf sie doch die Frage nach der politischen Unabhängigkeit der Zentralbank auf. Wenngleich NBP-Chef Glapinski den Vorwurf, dass diese geldpolitische Entscheidung politisch motiviert war, vehement zurückgewiesen hat, hinterließ sie dennoch marktseitig einen fahlen Beigeschmack. Dass der NBP-Obere als der Regierungspartei PiS (Recht und Gerechtigkeit) politisch nahestehend gilt, macht die Sache sicherlich

**War die Leitzinsentscheidung von Anfang September auch politisch motiviert?**

nicht einfacher, zumal er im Nachgang der Zinsentscheidung wissen ließ, dass 95% (der Bürger) von der Entscheidung, den Leitzins zu senken, profitieren werden, Reiche hingegen verlieren.

Um die Notenbank nicht länger dem Vorwurf der politischen Einflussnahme aussetzen und um dem Zloty wieder Halt zu bieten, wäre die NBP unserer Ansicht nach gut beraten, den Leitzins zumindest bei ihrer nächsten Sitzung am 4. Oktober (und damit noch vor den Wahlen) unverändert zu belassen und auch nach dem Urnengang geldpolitisch umsichtig zu agieren. Ein warnendes Beispiel sollte in diesem Zusammenhang die türkische Geldpolitik und die Entwicklung der türkischen Lira sein. So wird doch hier gerade deutlich, wie schwer sich verloren gegangenes geldpolitisches Vertrauen wieder zurückgewinnen lässt.

Bei der am 15. Oktober anstehenden Parlamentswahl dreht es sich im Kern um das künftige Verhältnis Polens zu EU und damit um die Frage, ob sich das Land der EU wieder annähert oder weiter entfremdet. Somit ist der Urnengang letztendlich ein Duell zwischen dem EU-kritischen, von der nationalkonservativen Regierungspartei PiS (Recht und Gerechtigkeit) unter dem Vorsitz von Jaroslaw Kaczynski geführten Regierungsbündnis (ZP) und dem EU-freundlichen Oppositionsbündnis (Bürgerkoalition, KO) mit dem ehemaligen EU-Ratspräsidenten Donald Tusk an seiner Spitze. Aktuelle Umfragen zufolge kann die Vereinigte Rechte (ZP) mit knapp 40% mit den meisten Stimmen rechnen, gefolgt von der KO, welche der momentanen Stimmungslage zufolge auf etwas weniger als 30% der Stimmen kommen dürfte.

Sollte die ZP den Umfragen entsprechend die Wahl gewinnen, dürfte dies den Zloty kaum auf dem falschen Fuß erwischen, so weiß er doch inzwischen, auf was er sich unter einer PiS-geführten Regierungskoalition einzustellen hat. Dass sich unter diesen Vorzeichen keine Entspannung in dem politischen Konflikt mit Brüssel in der Frage um die Einhaltung rechtsstaatlicher Prinzipien abzeichnen sollte, dürfte der Zloty zudem verkräften können. So verunsicherte ihn dieser Streit bislang vorwiegend in Phasen einer ohnehin erhöhten Risikoaversion und dann auch nur temporär. Zumeist gewannen in der Vergangenheit rasch wieder andere Themen (z.B. globales EM-Sentiment, Euro-Entwicklung, nationale Geldpolitik) die Oberhand. Vollkommen gleichgültig dürfte der Zloty dem Wahlausgang dennoch nicht gegenüberstehen, so spielt für ihn doch die konjunkturelle Entwicklung des Landes ebenfalls eine wichtige Rolle. Daher ist es für ihn essenziell, dass die neue/alte Regierung sicherstellt, dass die polnische Wirtschaft im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig und Polen ein attraktiver Investitionsstandort bleibt. Hieran sollte sowohl der ZP als auch der KO gelegen sein.

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

## **Türkei & Südafrika: Inflationserwartungen gehen getrennte Wege**

Die türkische Notenbank (TCMB) hat in der vergangenen Woche den Markterwartungen entsprechend, den Leitzins erneut massiv (+500 Bp) auf nun 30% angehoben und weitere geldpolitische Straffungen in Aussicht gestellt. Der Lira hat dies jedoch wenig geholfen, ist sie gegenüber dem US-Dollar doch nun wieder nur noch einen Wimpernschlag von ihren jüngst ausgemachten Rekordtiefs entfernt. Dass die türkische Lira auch von diesem Zinsschritt nicht profitieren konnte, dürfte u.a. daran liegen, dass man marktseitig angesichts einer Inflationsrate von nun wieder knapp 60% (J/J) insgeheim auf einen noch größeren Zinsschritt gehofft

**Mit geldpolitischem Vertrauen sollte man nicht spielen**

**Wahlbündnis um polnische Regierungspartei (ZP) in den Umfragen vorne**

**„It's the economy, stupid“**

**Geldpolitik kann türkischer Lira weiterhin keinen Support bieten**

haben könnte. Denn vor dem Hintergrund des massiven Preisdrucks ist der Leitzins nach wie vor viel zu niedrig. Zwar ist der reale Leitzins in der Türkei in den vergangenen Monaten von seinem gegen Ende von 2022 ausgemachten markanten Tief von rund -75% auf jetzt immerhin etwa -29% gestiegen. Um die Lira wieder attraktiv zu machen, wäre jedoch ein positiver realer Leitzins ein Schritt in die richtige Richtung.

Wenngleich wir davon ausgehen, dass die TCMB die geldpolitischen Zügel in den kommenden Monaten weiter deutlich straffen wird (+3 Monate: 37%), sollte der reale Leitzins dennoch weiter negativ bleiben. Anlass zu dieser Einschätzung geben uns die sich auch in der Türkei eintrübenden konjunkturellen Aussichten, eine Entwicklung, die die TCMB nicht gänzlich außer Acht lassen sollte. Was die nächste Zeit betrifft, so verdient besonders die Bekanntgabe der Inflationszahlen für September, die am 3. Oktober auf der Agenda steht, Aufmerksamkeit. Sollte der Preisdruck hier sowohl in der Gesamt- als auch in der Kernrate weiter zunehmen, wären dies für die Lira alles andere als gute Neuigkeiten, zumal die durchschnittlichen Inflationserwartungen für die nächsten zwölf Monate zuletzt auf beinahe 45% angestiegen sind.

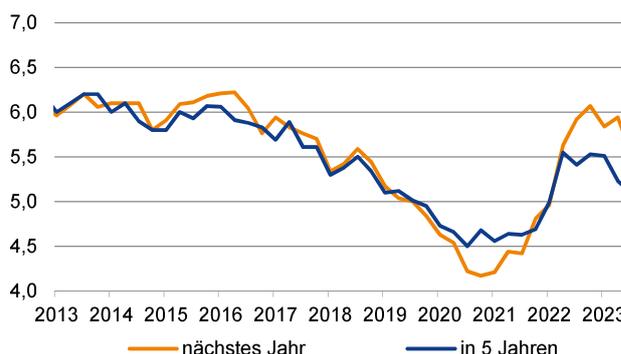
**Weitere deutliche  
Leitzinsanhebungen erwartet;  
nächste Inflationszahlen verdienen  
Aufmerksamkeit**

**TÜRKEI: INFLATIONSERWARTUNGEN NICHT VERANKERT**  
TÜRKEI: DURCHSCHNITTLICHE INFLATIONSERWARTUNGEN FÜR DIE  
KOMMENDEN 12 MONATE, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

**INFLATIONSERWARTUNGEN IN SÜDAFRIKA HABEN SICH ENTSPANNT**  
ERWARTUNG FÜR KÜNFTIGE INFLATIONSRATE IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Nach der sehr positiven Entwicklung der Preiszahlen in den Vormonaten brachten die Daten für den August einen leichten Rückschlag. Sowohl die Inflationsrate insgesamt als auch die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel stiegen auf jeweils 4,8% (J/J) von zuvor 4,7% (J/J). Beide Größen liegen damit aber weiter spürbar von ihren Höchstständen entfernt. Trotz der grundsätzlich positiven Preiszahlen hatte sich Notenbankgouverneur Kganyago zuletzt immer wieder als geldpolitischer Hardliner gezeigt. In früheren Jahren war die Notenbankführung bereits zufrieden, wenn sich die Inflationsrate innerhalb der vom Finanzminister vorgegebenen Spanne von 3% bis 6% (J/J) bewegte, was auf einen Wert eher in der oberen Hälfte der Spanne hinauslief, zumal sich auch die Inflationserwartungen am oberen Rand dieser Bandbreite verfestigt hatten. Hier ist der seit November 2014 amtierende Notenbankgouverneur Kganyago aus einem anderen Holz geschnitzt. Er strebt bei der Inflationsrate die Mitte der Spanne (4,5%, J/J) an. Damit gelang es der Geldpolitik, auch die langfristigen Inflationserwartungen nahe an dieses Niveau zu drücken. Die expansiven Maßnahmen im Zuge der Corona-Krise trugen dann jedoch wieder zu einer Eintrübung der Erwartungen bei. Kganyago hatte zuletzt besonderen Wert darauf gelegt, diese Erwartungen wieder zu drücken. Eine vierteljährliche Umfrage hat nun eine erste Entwarnung gegeben und einen Rückgang der

**Südafrikas Preiszahlen machen  
Hoffnung**

Inflationserwartungen angezeigt. Noch liegen sie aber oberhalb der Vorstellungen der Notenbank. Für eine erste Zinssenkung müssen die Erwartungen zwar nicht bis auf 4,5% (J/J) fallen, ein weiterer Rückgang dürfte aber gewünscht sein. Entsprechend wird die Notenbank an ihrem aktuellen Leitzins (8,25%) bis in das kommende Jahr festhalten.

Für den Rand bleibt die Geldpolitik damit eine wichtige Stütze, zumal im Universum der Emerging Market Währungen die South African Reserve Bank mit einer möglichen ersten Zinssenkung in der ersten Hälfte des kommenden Jahres wohl zu den Nachzüglern gehören wird. Probleme gibt es aber für die Währung ohnehin zuhauf. Trotz der zuletzt etwas besser ausgefallenen Wirtschaftsdaten bleibt die Dynamik unbefriedigend. Insbesondere strukturelle Faktoren (Stromversorgung) verhindern ein höheres Wachstum.

#### **Rand zwischen Notenbank und strukturellen Problemen**

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

#### **China: Sorgen um Immobilienmarkt schwelen weiter**

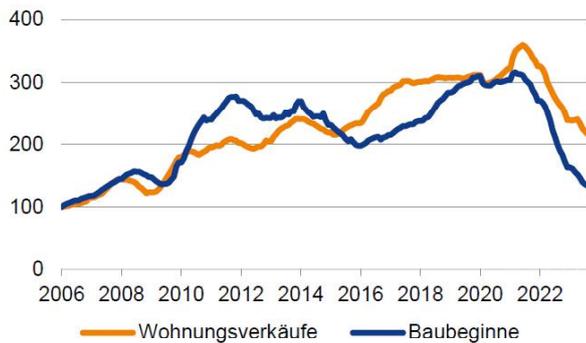
Chinas Immobilienmarkt sorgt immer wieder für Negativschlagzeilen. Die seit Jahren unerschwellig gärende Krise ist erneut aufgeflammt – und mit ihr die Zweifel am chinesischen Wachstums- und Währungsausblick. Der Exportsektor ist ohnehin angeschlagen, und nicht nur das verschärfte neue Sanktionsregime der USA steht hier einer schnellen Erholung entgegen. Die fragile Lage am Wohnungsmarkt belastet zudem gleich zwei wichtige Säulen der chinesischen Wirtschaft: unmittelbar über die Bautätigkeit und mittelbar über die Konsumzurückhaltung verunsicherter Immobilienkäufer. Lediglich die öffentlichen Investitionen liefern gegenwärtig überhaupt noch echte Wachstumsimpulse. Für einen tieferen Einblick empfehlen wir unseren Podcast ["Immobilienkrise in China flammt wieder auf"](#).

#### **Lage am Immobilienmarkt bleibt denkbar fragil**

Auffällig ist im Unterschied zu früheren Krisen, dass es bislang kein umfangreiches Stützungs paket aus Peking gegeben hat. Zwar gibt es zahlreiche verbale Beteuerungen, dass kein Grund zur Panik bestehe; die handfesten, konkreten Hilfen beschränken sich jedoch eher auf einen Minimalkonsens. Ohne ein neues Konjunkturpaket muss bezweifelt werden, dass Chinas Wirtschaft das selbstgesteckte Wachstumsziel im laufenden Jahr erreichen kann. Die fragile Gemengelage hat uns dazu veranlasst, unsere Wachstumsprognose für China erneut zu senken. Unter der Annahme, dass sich Peking doch noch zu Infrastrukturmaßnahmen durchringen kann, erwarten wir jetzt ein BIP-Plus von 5,0% (J/J), verglichen mit der bisherigen Prognose von 5,5%. Das muss nicht ausschließlich negativ gewertet werden. Offenbar tragen die Offiziellen der sich massiv verschlechternden Schuldensituation des Staates (sowohl auf lokaler als auch nationaler Ebene) Rechnung und schütten nicht mehr wahllos mit der Gießkanne Hilfgelder aus. Für die übergeordnete Finanzstabilität ist die staatliche Zurückhaltung eine wichtige Neuentwicklung und entschädigt zumindest ein wenig für die niedrigeren Wachstumsraten.

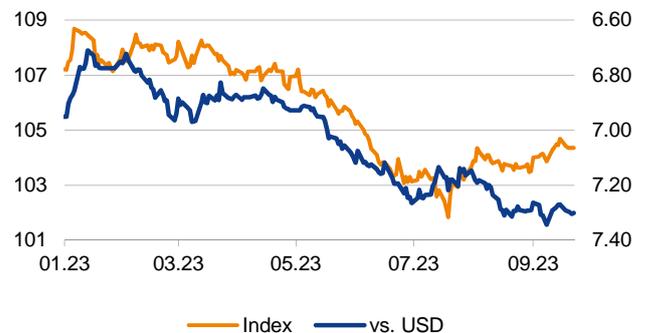
#### **Hohe Verschuldung steht umfangreichem Konjunkturpaket entgegen**

**PROBLEME IM IMMOBILIENSEKTOR SPITZEN SICH ZU**  
**WOHNUNGSVERKÄUFE UND BAUBEGINNE, 12M-DURCHSCHNITT,**  
**INDEXIERT AUF STARTPUNKT 2006=100%**



Quelle: NBS

**YUAN WIEDER STABILER, GEFAHR ABER NOCH NICHT GEBANNT**  
**CNY: VS USD (R.S. INVERS) UND HANDELSGEWICHTETER INDEX (L.S.)**



Quelle: Refinitiv, CFETS

Das Augenmerk der Investoren dürfte sich in den kommenden Wochen auf zwei Themen richten: zum einen die anstehenden Zinszahlungen einiger großer Immobilienentwickler (mit dem Risiko eines Ausfalls), zum anderen auf ein mögliches staatliches Rettungspaket (mit der Chance auf eine spürbare Sentiment-Aufhellung). Die nahenden Feiertage Anfang Oktober („Golden Week“) bedeuten für die chinesischen Börsen zudem eine Auszeit von den turbulenten Entwicklungen der letzten Wochen.

### Golden Week verspricht Auszeit

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

### Brasilien & Mexiko: Haushaltsplanungen bringen Unsicherheiten

In Brasilien wurde das Gesetzespaket für einen längerfristigen fiskalischen Rahmen nunmehr endgültig verabschiedet und nun gilt es, dieses mit dem neuen Haushaltsentwurf konkret umzusetzen. Als nächstes größeres Paket liegt aber bereits der erste Teil einer Steuerreform, der sich auf die indirekten Steuern bezieht, im Parlament und die Regierung hofft, dass hier der Senat im Oktober eine weitere Hürde überwindet. Das komplexe Steuersystem gilt als eine der größten Belastungen für die Wettbewerbsfähigkeit des Landes. Erfolge hier dürften daher auch die langfristige Stimmung gegenüber dem Real positiv beeinflussen.

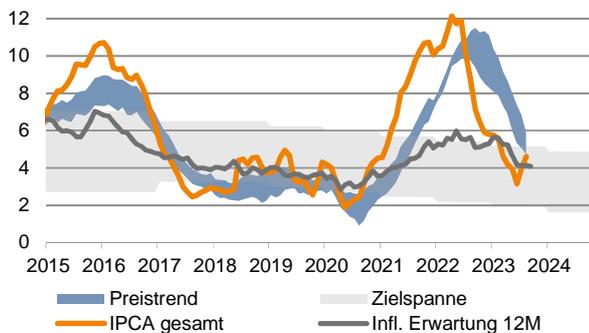
### Wichtige Gesetzesinitiativen

Zunächst kann sich der Real aber noch immer auf einen hohen Zinsvorsprung verlassen. Die Notenbank hat zwar erneut ihren Leitzins um 50 Bp gesenkt, aber auch die nun erreichten 12,75 % bedeuten im internationalen Vergleich ein sehr hohes Niveau, insbesondere wenn es in Relation zu den Preiszahlen gesetzt wird. Die Inflationsrate stieg im August zwar erneut merklich an und erreichte 4,6% (J/J), im September ist zudem noch ein weiterer Anstieg zu erwarten. Diese Bewegung ist aber einem massiven Basiseffekt aufgrund einer Senkung der Energiesteuern im letzten Jahr zu verdanken. Der Preistrend, die Banco Central do Brasil (BCB) betrachtet hier verschiedene Indikatoren, hat sich aber weiter spürbar zurückgebildet. Der Abwärtspfad bei den Leitzinsen ist damit gut unterstützt und dürfte sich in 50 Bp Schritten fortsetzen. Damit werden dann auf Jahressicht auch wieder Zinsen im einstelligen Bereich ermöglicht. Finanzminister Haddad forderte zuletzt zwar etwas

### Zinspfad in Brasilien weiter klar nach unten vorgezeichnet

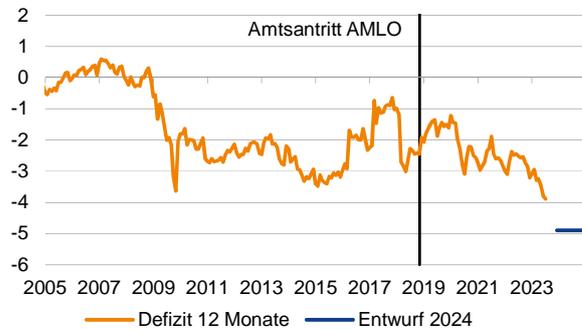
größere Schritte nach unten, dürfte damit aber bei der Notenbank auf taube Ohren stoßen.

**PREISAUFTRIEB IN BRASILIEN LÄSST NACH**  
J/J IN %; PREISTREND: SPANNE VON 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

**MEXIKOS REGIERUNG WIRD AUSGABEFREUDIGER**  
HAUSHALTSSALDO IN % DES BIP



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Die erste heiße Wahlkampfphase in Mexiko ist beendet. Bei dem Regierungsbündnis hat sich die ehemalige Bürgermeisterin von Mexiko-Stadt, Claudia Sheinbaum, durchgesetzt und soll nun in die Fußstapfen von Präsident Lopez Obrador treten, der nicht wiedergewählt werden darf. Das Oppositionsbündnis „Va por México“ hat die Senatorin Xóchitl Gálvez auserkoren. Damit dürfte erstmals eine Frau das Präsidentenamt in Mexiko übernehmen. Die Aussichten von möglichen Kandidaten kleinerer Parteien oder Unabhängigen erfolgreich in das Rennen eingreifen zu können, sind sehr gering. Angesichts der Popularität des Amtsinhabers geht seine Kandidatin Sheinbaum als Favoritin in die Wahlen, die allerdings erst Anfang Juni kommenden Jahres stattfinden.

**Kandidatenkür für die  
Präsidentenwahl faktisch  
abgeschlossen**

Zunächst hinterlässt die Regierung der künftigen Präsidentin jedoch in Form des neuen Haushalts ein schweres Erbe. Der Haushaltsentwurf sieht für das kommende Jahr ein Defizit von 4,9% des BIP vor, gegenüber 3,3% in diesem Jahr. Der größere Teil der Ausgabensteigerung geht dabei auf das Konto höherer Rentenzahlungen und ist daher schwerer wieder rückgängig zu machen. Zudem werden größere Summen für einige Infrastrukturprojekte bereitgestellt, die der Präsident bis zum Ende seiner Amtszeit abschließen will. Insgesamt dürfte der Haushalt damit expansiv wirken und das Wachstum unterstützen. Auf der anderen Seite macht es der Haushaltsentwurf der Geldpolitik aber schwerer, den Preisauftrieb im gewünschtem Maße zu dämpfen. Der Termin einer ersten Zinssenkung könnte sich damit etwas nach hinten verschieben bzw. das Ausmaß der im kommenden Jahr zu erwartenden Lockerung geringer ausfallen. Während bei etablierten Märkten ein höheres Defizit der öffentlichen Haushalte und in der Folge höhere Zinsen eine Währung oftmals unterstützen, kommt es bei Emerging Market dagegen eher zu steigenden Risikoaufschlägen und damit verbunden schwächeren Währungen. Bisher hat der Peso jedoch kaum auf die veränderten Haushaltsvorgaben reagiert. Dies könnte sich bei negativen Kommentaren von Seiten der Ratingagenturen aber ändern.

**Lopez Obrador wird zum Ende  
seiner Amtszeit expansiv**

Interessant dürfte zudem sein, ob und wie die Banco de Mexico in dieser Woche in ihrer Stellungnahme zur Zinsentscheidung auf den Haushalt eingeht. Eine kurzfristige Zinsänderung steht aber ohnehin nicht an. Der Preisauftrieb ist, gemessen am Ziel von 3% (J/J), nach wie vor deutlich zu hoch, auch wenn sich die Preiszahlen in den letzten Monaten spürbar entspannt haben. Im August lag die Inflationsrate bei 4,6% und die Kernrate ohne Energie und frische Nahrungsmittel bei

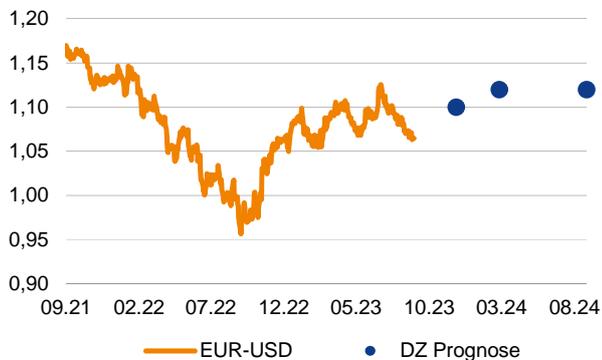
**Zinssenkung muss in Mexiko noch  
warten**

6,1% (jeweils J/J). Die Geldpolitik wirkt damit bei einem Leitzins von 11,25% deutlich bremsend. Für eine Lockerung muss aber der Preisaufrtrieb noch weiter nachlassen und es muss auch klar sein, dass die US-Notenbank ihren Zinserhöhungskurs beendet hat.

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

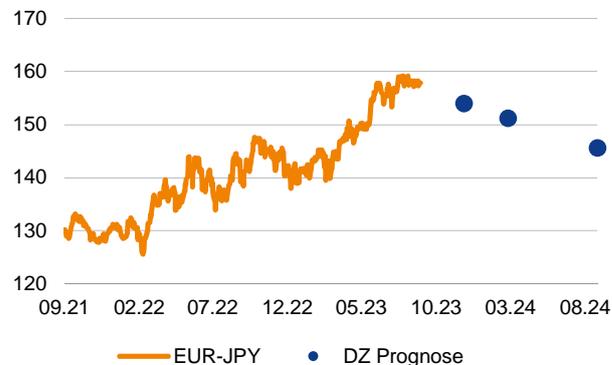
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD**



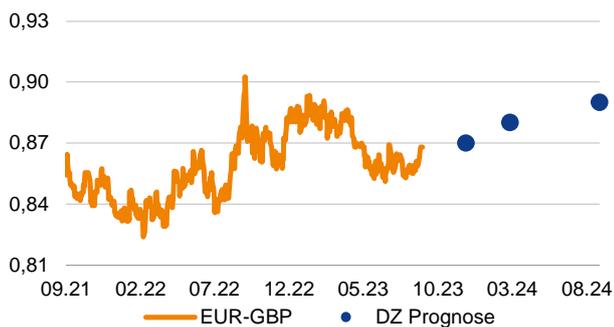
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY**



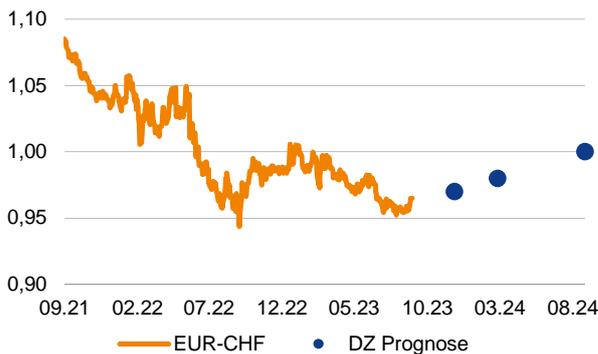
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP**



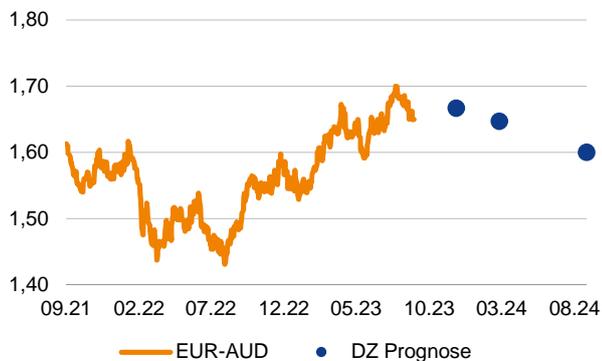
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF**



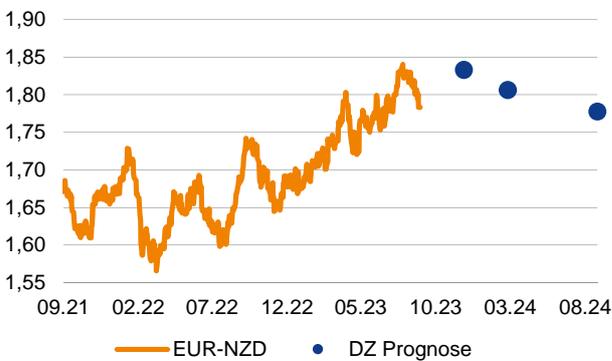
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD**



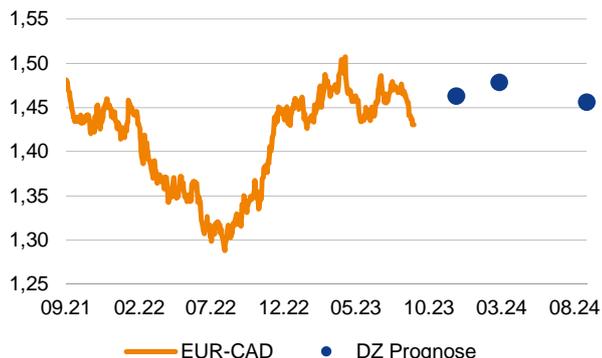
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD**



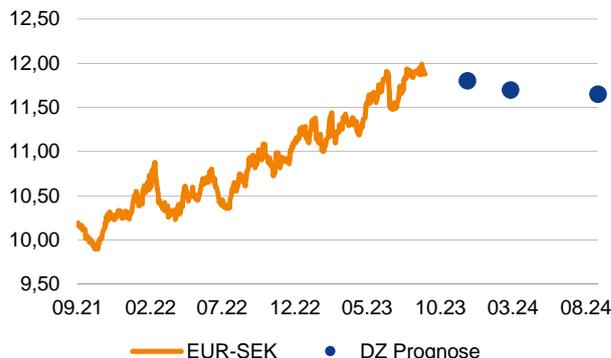
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



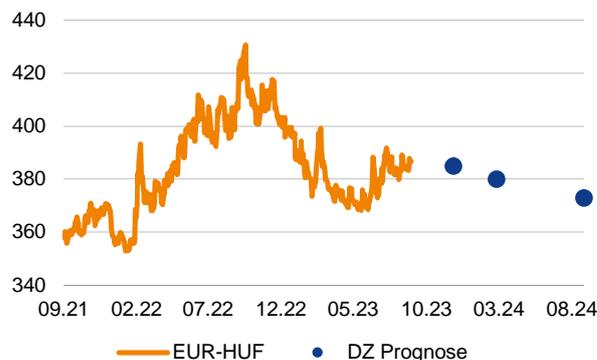
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



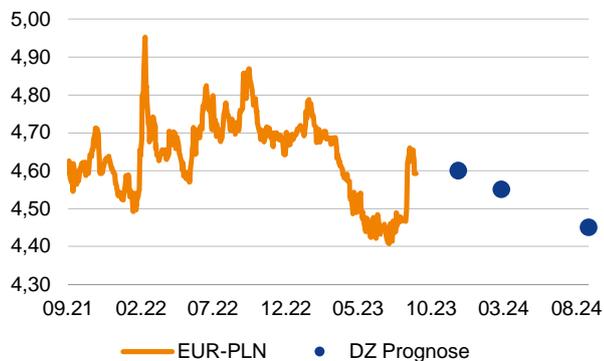
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



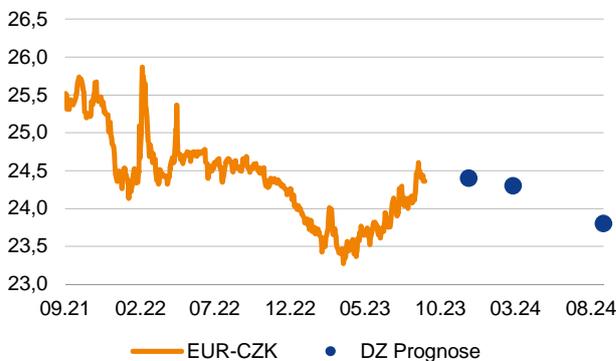
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



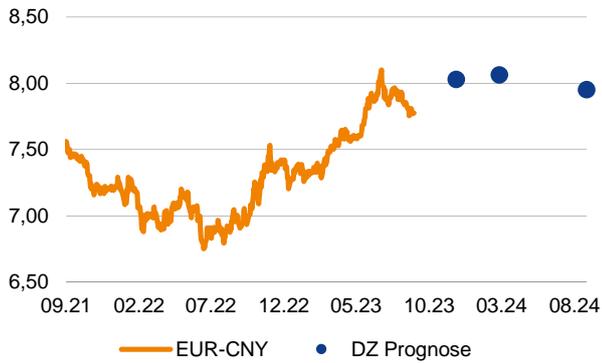
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



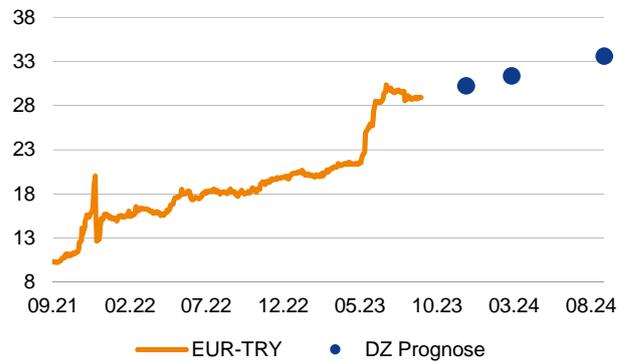
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY**



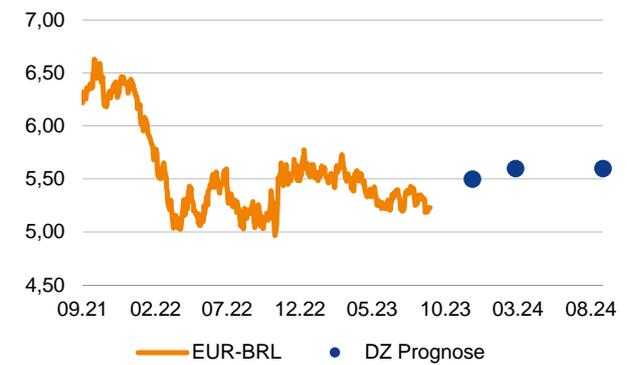
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



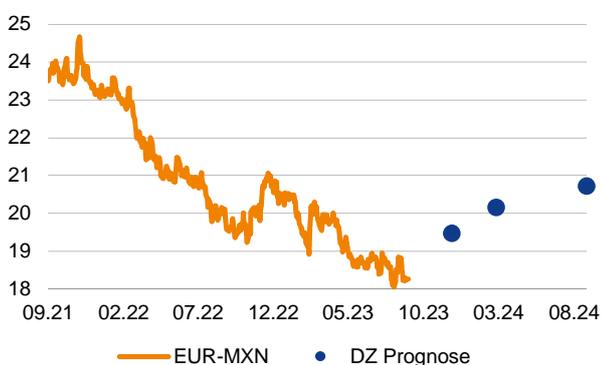
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

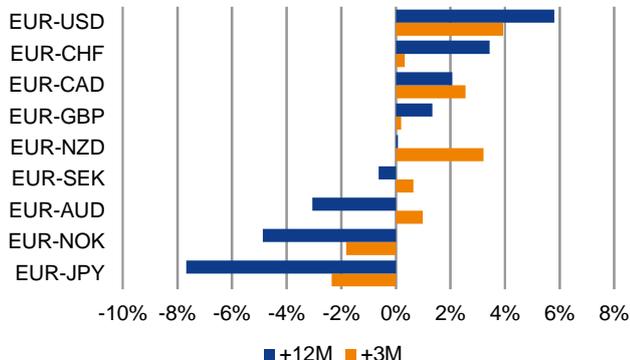
**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

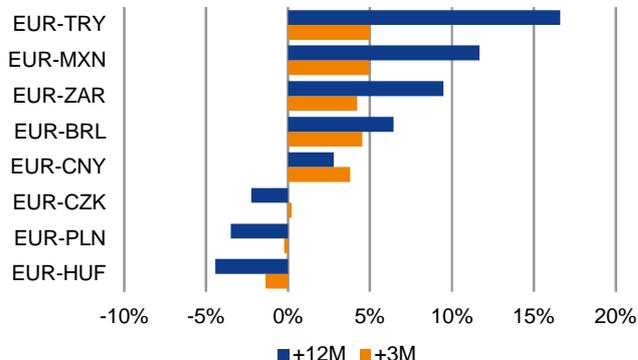
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0592	1.10	1.12	1.12
EUR/GBP	0.8675	0.87	0.89	0.88
EUR/JPY	157.73	154	151	146
EUR/CHF	0.9661	0.97	0.98	1.00
EUR/AUD	1.6491	1.67	1.65	1.60
EUR/NZD	1.7754	1.83	1.81	1.78
EUR/CAD	1.4249	1.46	1.48	1.46
EUR/NOK	11.45	11.25	11.10	10.90
EUR/SEK	11.71	11.8	11.7	11.7
EUR/PLN	4.6056	4.60	4.55	4.45
EUR/CZK	24.36	24.4	24.3	23.8
EUR/HUF	390.3	385	380	373
EUR/TRY	28.85	30.3	31.4	33.6
EUR/ZAR	19.89	20.8	21.6	21.8
EUR/CNY	7.7457	8.03	8.06	7.95
EUR/BRL	5.2626	5.50	5.60	5.60
EUR/MXN	18.42	19.5	20.2	20.7

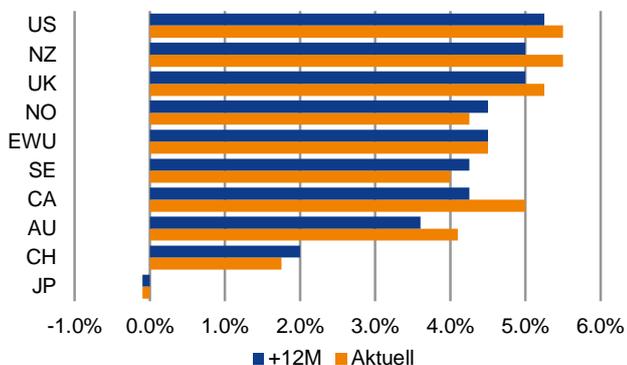
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0592	1.10	1.12	1.12
GBP/USD	1.2210	1.26	1.26	1.27
USD/JPY	148.91	140	135	130
USD/CHF	0.9121	0.88	0.88	0.89
AUD/USD	0.6423	0.66	0.68	0.70
NZD/USD	0.5966	0.60	0.62	0.63
USD/CAD	1.3452	1.33	1.32	1.30
USD/NOK	10.81	10.23	9.91	9.73
USD/SEK	11.06	10.7	10.4	10.4
USD/PLN	4.3481	4.18	4.06	3.97
USD/CZK	22.99	22.2	21.7	21.3
USD/HUF	368.5	350	339	333
USD/TRY	27.23	27.5	28.0	30.0
USD/ZAR	18.78	18.9	19.3	19.5
USD/CNY	7.3127	7.30	7.20	7.10
USD/BRL	4.9684	5.00	5.00	5.00
USD/MXN	17.39	17.7	18.0	18.5

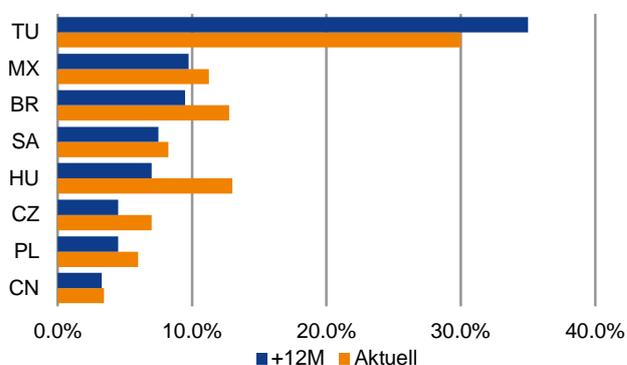
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

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

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,6	-0,7	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	14,8	17,6	5,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-4,9	-2,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-8,1	-1,3	-1,8
<b>Polen</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,4	0,5	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	12,1	6,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-4,1	-4,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	1,1	-0,9
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	-0,4	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	10,6	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-4,2	-1,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,1	1,2	0,3
<b>Türkei</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,6	3,0	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	72,3	54,2	53,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,5	-4,2	-3,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,7	-4,8	-2,4
<b>Südafrika</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,8	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	5,8	5,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-5,7	-5,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-2,6	-2,9
<b>China</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	5,0	4,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	0,6	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-9,4	-7,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	1,4	1,6
<b>Brasilien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	2,9	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	4,6	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-7,6	-7,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-1,6	-3,7
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	2,6	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,5	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-3,8	-5,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-1,0	-0,9

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

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

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** + 49 69 7447 - 1685

**Homepage:** www.dzbank.de

**E-Mail:** mail@dzbank.de

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

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

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

## II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)**

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

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

#### 4.3 Aktienindizes

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

#### 4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

#### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

#### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

#### 3. Strategie Covered Bonds

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

<b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>	zwölf Monate
Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):	ein Monat
Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):	drei Monate
<b>Aktienindizes (fundamental):</b>	drei Monate
<b>Währungsräume:</b>	sechs bis zwölf Monate
<b>Gewichtung von Marktsegmenten:</b>	sechs Monate
<b>Gesamtmarktstrategie</b>	sechs Monate
<b>Branchenstrategie Unternehmensanleihen</b>	sechs Monate
<b>Strategie Covered Bonds:</b>	sechs Monate
<b>Derivate</b>	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
<b>Rohstoffe:</b>	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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) **eingesehen** und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

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

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **Ergänzende Information von Markit Indices GmbH**

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

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

#### **Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability**

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

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

<b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b>	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
<b>Vertrieb Finanzinstitutionen</b>	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
<b>VRB Vertrieb Eigengeschäft</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Digitalisierung / Handel	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	André Bienek
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
<b>GenoBanken Gesamtbanksteuerung</b>	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
<b>Firmenkunden</b>	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
<b>Emittenten (DCM)</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
<b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de