

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Im Spannungsfeld zwischen Preissorgen und Wachstumsrisiken

Die Nachrichten der letzten Wochen waren nicht gerade ermutigend: Die Welt ächzt unter hohen Energiepreisen und die Volkswirtschaften sehen sich mit sehr hohen Inflationsraten konfrontiert, trotzdem kürzt die OPEC+ ab November die Ölfördermengen und dies deutlich. Mehrere Gas-Pipelines in der Nordsee wurden von bislang Unbekannten gesprengt, in Italien hat eine rechts-populistische Koalition mit tendenziell europakritischer Haltung die Mehrheit errungen, in Schweden haben sich gut einen Monat nach der Wahl drei Parteien des rechten Lagers auf die Bildung einer Minderheitsregierung geeinigt, die erstmals auch von den ultrarechten Schwedendemokraten unterstützt wird. Russland hat durch die formelle Annexion von ukrainischem Gebiet die Eskalation des Krieges noch forciert, während 44 Staaten mit der Gründung der „Europäischen Politischen Gemeinschaft“ als Zeichen gegen den russischen Angriffskrieg enger zusammenrücken. Politisch bleibt das Geschehen recht turbulent: In Großbritannien hat die neue britische Regierungsmannschaft mit ihren Haushaltsplänen eine Regierungskrise, mehrere Rücktritte – darunter nun auch die Premierministerin – und einen massiven Verkaufsdruck beim Pfund ausgelöst. Noch offen ist die politische Entwicklung in Brasilien, der neue Präsident wird erst nach einer Stichwahl am 30. Oktober feststehen.

Die Stimmung der Investoren verschlechtert sich seit Monaten und dies ganz besonders in der Eurozone, dort liegt das Investoren-Sentiment nahe an den Tiefständen zur Zeiten der Finanzkrise. Auch für den Euro waren die zurückliegenden Wochen alles andere als erfreulich. Noch vor Monatsfrist war die Gemeinschaftswährung an der Parität zum US-Dollar zu finden, mittlerweile ist auch diese Marke unterschritten. Sichtlich gefestigt zeigt sich der US-Dollar, der Dollar-Index, der die Stärke des Greenbacks gegenüber einem Korb aus sechs Währungen (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF) abbildet, ist Ende September auf ein Zwanzigjahreshoch geklettert.

Unser Währungsausblick

Auf Basis unserer Prognosen ist der attraktivste Wechselkurs auf Sicht von drei Monaten der Kiwi-Dollar. Auf den mittleren Horizont schneidet der Austral-Dollar noch etwas besser ab, während der Forint unseren Ausblick auf Jahresfrist anführt. Neben diesen Währungen bieten noch Zloty, norwegische Krone und Yen durchweg Aufwertungspotenzial zum Euro. Investoren mit Anlagehorizont von einem Jahr sollten den Rand, US-Dollar, Franken und Peso – aber ganz besonders die Lira meiden.

AUF KURZE FRIST NZD VORN – LÄNGERFRISTIG IST DER FORINT INTERESSANT ERWARTETE WECHSELKURSVERÄNDERUNG ZUM EURO IN PROZENT

	HUF	NZD	PLN	AUD	NOK	JPY	SEK	CZK	CNY	GBP	BRL	CAD	ZAR	USD	CHF	MXN	TRY
in 3M	0,5	5,8	0,7	5,4	1,7	2,9	-0,2	-0,9	5,1	-0,1	5,2	4,6	3,8	3,6	3,0	2,0	-3,7
in 6M	3,0	4,0	2,4	4,8	2,7	3,3	0,2	-0,1	1,2	1,1	4,0	2,3	-1,4	-1,6	-2,1	-4,0	-10,8
in 12M	8,4	5,6	4,6	4,3	3,7	3,5	1,1	0,4	-0,1	-0,1	-1,0	-1,8	-6,1	-6,3	-6,8	-8,6	-20,8

Quelle: DZ BANK Research, Refinitiv

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
20.10.2022 15:44 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Die Rezession ist angekommen	2
USA: Fed auf Kurs	3
Japan: Nächste Intervention wohl nur eine Frage der Zeit	4
Großbritannien: Märkte hoffen auf ruhigere Zeiten	5
Schweiz: Zu früh für Entwarnung im Kampf gegen die Inflation	7
Australien & Neuseeland: Trotz weiterer Straffungsmaßnahmen haben die Währungen gegenüber dem USD zu kämpfen	8
Kanada: Die Bank of Canada dürfte in diesem Winter an ihrem Straffungskurs festhalten	10
Skandinavien: Ausblick für SEK und NOK freundlicher	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: MNB bemüht sich um Schützenhilfe für den Forint	13
Türkei & Südafrika: Unterschiedliche Inflationsentwicklungen	14
China: Verwirrung in Perfektion – was hat Chinas Regierung zu verbergen?	15
Brasilien & Mexiko: Geldpolitisch warten oder weiter so	16
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Die Rezession ist angekommen

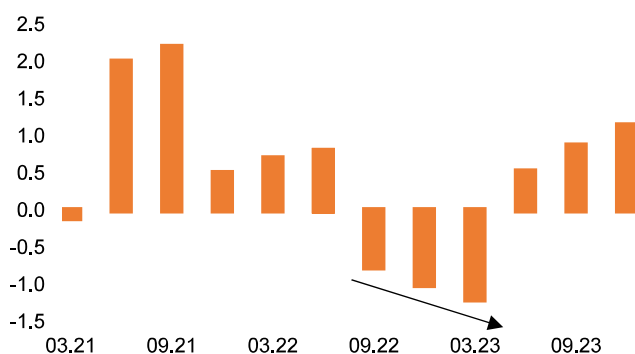
Der Euro bewegt sich weiterhin volatil in der Region von 0,95-1,00 USD. Getrieben wird das Währungspaar vor allem von den Inflationsdaten und damit zusammenhängend von der Einschätzung des Marktes darüber, wie es denn nun geldpolitisch weitergehen wird. Mit Blick auf die kommende Sitzung der EZB bestehen eigentlich keine Zweifel daran, dass die Leitzinsen erneut um 75 Basispunkte angehoben werden (müssen). Der Inflationsdruck in der Eurozone bleibt hoch und ein echtes Ende ist nicht in Sicht. Und auch nach der Oktober Sitzung, die am 27.10. stattfindet, dürfte die EZB auf Erhöhungskurs bleiben.

Wie aggressiv das weitere Vorgehen der EZB im Winter wird, darüber scheiden sich aktuell jedoch die Geister. Derzeit preist der Markt weitere sukzessive Zinserhöhungen bis weit ins Frühjahr 2023 ein. Der Spitzen-Einlagesatz würde dann bei knapp unter 3% liegen. Allerdings geht der Markt auch davon aus, dass die Rezession uns „nur“ in Q4 2022 und Q1 2023 negative Wachstumsraten beschert und diese mit -0,4% und -0,3% (beides Q/Q) recht moderat ausfallen werden. Wir rechnen hingegen mit einer deutlich schwereren Rezession: bereits das laufende dritte Quartal sollte ein Minus von 0,76% (Q/Q) aufweisen, die darauffolgenden Quartale sogar mit -1,0% und -1,2% noch mal deutlich schwächer werden. Unterstellt man dieses Szenario, erscheint ein so aggressives Vorgehen, wie derzeit aus Marktsicht von der EZB erwartet, unwahrscheinlich. Zwar hat sich die Zentralbank klar ihrem Preisstabilitätsmandat verschrieben, eine deutliche Rezession wird sie jedoch kaum ignorieren.

Euro weiterhin volatil unterhalb der Parität

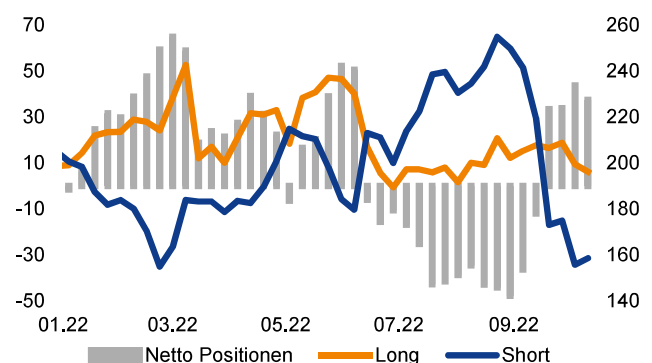
Markt erwartet viel von der EZB, hat jedoch die Rezession nicht voll im Blick

EWU WACHSTUMSAUSSICHTEN: TRÜBE
BIP WACHSTUM, Q/Q (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

SPEKULATIVER MARKT WIEDER LONG EUR-USD
LS: NETTO-POSITIONEN; RS: BRUTTO (BEIDES IN '000 KONTRAKTEN)



Quelle: Bloomberg

Es ist eben diese Rezession, die dem Euro auf Sicht der kommenden Wochen und Monate das Leben weiter schwer machen dürfte. Auch wenn bereits viel über den zu erwartenden Wachstumsrückgang gesprochen wird, in den harten Daten wird er erst noch ankommen. Zulasten des Euros, wie wir vermuten, der ohnehin unter den massiven Unsicherheiten (Ukraine und Energieversorgung insbesondere) zu leiden hat. Eine echte Erholung trauen wir der Gemeinschaftswährung unter diesen Umständen erst mal nicht zu. Und so dürfte sich das Währungspaar EUR-USD auf absehbare Zeit unterhalb der Parität einrichten.

Wachstumsrückgang wird auch den Euro belasten

Die Frage ist also eher, wie tief der Euro noch fallen wird. Die Kassabewegungen der vergangenen Wochen haben jedoch gezeigt, dass der Euro in der Region um 0,95 USD gute Unterstützung erfährt. Dies lag auch daran, dass spekulative Investoren, die im Verlauf des Sommers substanzielle Short-Positionen aufgebaut hatten, den Rutsch unter die Parität für Gewinnmitnahmen genutzt haben. Dies zumindest legen die Daten des Chicago Merchantile Exchange nah. Kurzfristig sehen wir sicherlich weiteres Rückschlagpotenzial, einen Kursrutsch auf 0,90 USD oder gar tiefer erwarten wir derzeit jedoch nicht. Zumindest nicht, solange wir keine weiteren überraschenden Hiobsbotschaften erhalten.

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

Eine Abwertung in Richtung 0,90 USD oder darunter erwarten wir jedoch nicht

USA: Fed auf Kurs

(Auch) in den USA dreht sich weiterhin alles um die Geldpolitik. Die Fed hat ihren Leitzins seit Anfang des Jahres bereits um beeindruckende 300 Basispunkte angehoben. Die große Frage ist nun wo die Spitze des Fed-Zinserhöhungszyklus (Terminal Rate) liegen wird. Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten haben vorübergehend Spekulationen genährt, wonach der Hochpunkt bald erreicht sein könnte. Mit Veröffentlichung des jüngsten US-Arbeitsmarktberichts hat sich die marktseitige Zinserhöhungsfantasie allerdings wieder belebt. Zwar sind erste Bremsspuren am Arbeitsmarkt auszumachen, doch präsentiert sich dieser nach wie vor in robuster Verfassung, was angesichts der ungebrochenen Lohndynamik für einen fortgeführten Zinserhöhungskurs spricht.

Markttakteure versuchen Hochpunkt im Fed-Erhöungszyklus auszuloten

Auch die Reden der US-Währungshüter liefern bislang keine Hinweise, dass der entschlossene Straffungskurs zeitnah beendet wird. Vielmehr betonen die Notenbank-Oberen ihr Unbehagen angesichts der auf hohem Niveau verharrenden Inflation. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Fed-Vertreter zur November-Ratssitzung die Zinszügel um weitere 75 Basispunkte straffen werden. Die obere Fed-Funds-Rate klettert damit auf ein Niveau von 4%.

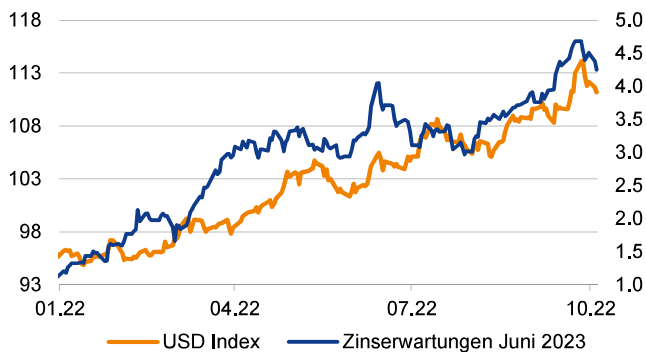
FOMC-Sitzung im November: Erneuter Jumbo-Erhöungsschritt

Auch wenn sich der US-Arbeitsmarkt bislang als robust erweist, deuten die vorlaufenden Stimmungsindikatoren darauf hin, dass die amerikanische Konjunktur in den kommenden Monaten deutlich an Schwung verlieren wird. So hat sich die Stimmung der Verbraucher, als wichtigste Säule der US-Konjunktur, zuletzt deutlich eingetrübt. Deren Konsumlaune leidet unter der auf hohem Niveau verharrenden Inflation. Darüber hinaus sind angesichts der Leitzinserhöhungen erste Bremsspuren am Häusermarkt auszumachen, was die Laune der privaten Haushalte ebenfalls belastet. Letztlich gehen wir davon aus, dass die US-Konjunktur im Schlussquartal dieses Jahres in eine Rezession abrutscht, die sich dann bis zum Ende des ersten Quartals 2023 erstreckt.

Rückgang der Stimmungsindikatoren als Vorbote einer nachlassenden konjunkturellen Dynamik

USD HÄLT SICH SOLIDE

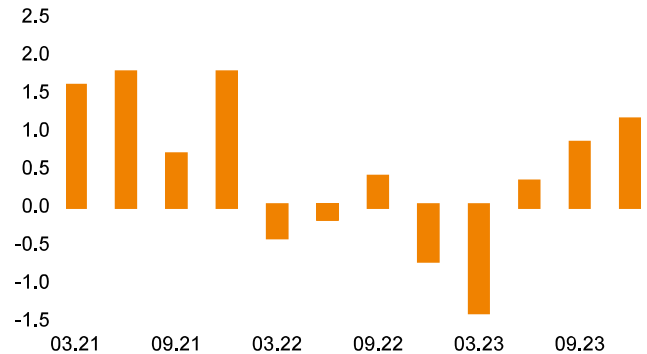
LS: USD INDEX; RS: ZINSErwARTUNGEN 2023



Quelle: Bloomberg

US WACHSTUM: REZESSION VORAUS

BIP WACHSTUM, Q/Q (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Doch wenngleich die Konjunktursorgen aktuell zunehmen, kann der USD sich weiterhin gut behaupten. Dies ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass es andersorts kaum besser bzw. noch schlimmer aussieht. In der Krise ist der Dollar (wieder einmal) King. Allerdings ist durchaus auffällig, dass der USD-Index im vergangenen Monat kaum noch an Wert zulegen konnte. Der Index steht aktuell bei 113 Punkten und damit nur unwesentlich höher als vor vier Wochen. Zwar gehen wir davon aus, dass der Dollar in den kommenden Wochen immer mal wieder kurzfristige Gewinne für sich verbuchen wird, eine weitere signifikante, und vor allem nachhaltige, Aufwertung erwarten wir jedoch nicht. Auf Sicht von drei bis sechs Monaten sehen wir dann sogar das Potenzial für moderate USD-Verluste – wenn die US-Rezession zu greifen beginnt und die Fed das Ende ihres Zinserhöhungszyklus bereits hinter sich gelassen hat.

**Dollar weiterhin solide unterwegs -
allerdings ohne neue Gewinne**

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121
Christian Reicherter, ANALYST, +49 (0)69 7447 42619

Japan: Nächste Intervention wohl nur eine Frage der Zeit

Gerade einmal vier Wochen ist es her, dass Japan mit seiner ersten Intervention zugunsten des Yen seit 1998 von sich reden gemacht hat. Nachhaltig beeindruckt hat dies die japanische Valuta aber offenbar nicht. Mit Notierungen um 149 JPY liegt USD-JPY jetzt sogar klar über dem Niveau, das den Eingriff ausgelöst hatte. Unsere These hat sich bestätigt, dass sich die Yen-Schwäche nicht durch staatliche Einmischung am FX-Markt umkehren lässt, solange die Geldpolitik weiter auf der expansiven Seite unterwegs ist. Mangelnden Einsatz kann man den Währungshütern dabei nicht vorwerfen: Das Volumen lag bei 2,8 Bio JPY (knapp 20 Mrd. USD), was selbst für Japans berühmte Interventionshistorie einen Rekordwert darstellt. Und auch an vermeintlich leeren Kassen kann es nicht liegen: Japans FX-Reserven sind mit 1.238 Mrd. USD die zweitgrößten hinter China. (Exkurs: Dass die Reserven im September um 54 Mrd. USD gefallen sind, also doppelt so viel wie die bestätigte Intervention und so stark wie noch nie zuvor innerhalb eines Monats, liegt übrigens nicht an „heimlichen“ Interventionen. Vielmehr sehen wir hier den Bewertungseffekt durch den steilen Renditeanstieg an den ausländischen Anleihemärkten.)

**Rekordvolumen unterstreicht ent-
schlossene Interventionspolitik**

INTERVENTIONEN UND BEWERTUNGSEFFEKTE FORDERN TRIBUT JAPANISCHE RESERVEN (FX+GOLD), IN MRD. USD



Quelle: Ministry of Finance, Japan

GIBT ES EINE SCHMERZGRENZE BEI 150 JPY? USD-JPY



Quelle: Refinitiv

Unterdessen werden Regierung und Finanzministerium nicht müde, immer wieder mit erneutem Widerstand gegen die Yen-Schwäche zu drohen. Die USD-JPY-Marke von 150 JPY, der wir uns langsam aber stetig nähern, darf sich entsprechender Aufmerksamkeit gewiss sein. Doch so anziehend dieser runde Wert zunächst auch ist, wäre es töricht, wenn Japans Offizielle hier durch Interventionen eine Linie in den Sand zu ziehen versuchen. Wenn der Markt den Eindruck gewinnt, dass hier die Schmerzgrenze liegt, wäre das keine abschreckende Drohkulisse, sondern die Einladung zur spekulativen Attacke. Vorerst dürfte der Yen-Handel von erhöhter Nervosität geprägt bleiben, und hinter jeder größeren Order wird erst einmal ein staatlicher Eingriff vermutet. Zum Zünglein an der Yen-Waage könnte Japans Notenbank werden, wenn sie am 27./28. Oktober ihre neuen Projektionen vorstellt. Mit einer Aufwärtsrevision des Inflationsausblicks für das nächste Fiskaljahr ist zu rechnen; die Frage ist nur, ob dies mit Signalen für ein geldpolitisches Umdenken flankiert wird.

USD-JPY bei 150 JPY: Einladung zur spekulativen Attacke

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

Großbritannien: Märkte hoffen auf ruhigere Zeiten

Die neue (nun alte) Premierministerin und ihr Schatzkanzler verkündeten am 23.09.22 ihr neues steuerpolitisches Konzept. Nicht nur missfiel den Märkten der Plan, der vorsah die Verschuldung und die Emission von Staatsanleihen stark zu erhöhen, er löste sogar einen regelrechten Crash am Markt aus. Am auffälligsten waren die Schwankungen von GBP-USD, das auf ein neues Allzeittief von 1,0350 USD fiel, und bei den Staatsanleihen mit dreißigjähriger Laufzeit. Hier stiegen die Renditen um über 100 Basispunkte auf einen Höchststand von 5,14% und gefährdeten die Liquiditätslage zahlreicher Pensionsfonds. Die Bank of England sah sich gezwungen, mit deutlichen Hinweisen auf eine Straffung der Geldpolitik und einem kurzfristigen Kaufprogramm für ultralange Staatsanleihen einzugreifen, um die Stabilität wiederherzustellen. Der Schatzkanzler und die Premierministerin sahen sich zu einer demütigenden Kehrtwende gezwungen. Mitte Oktober kündigte der neue Finanzminister ein neuerliches Maßnahmenpaket an, mit dem die fiskalpolitische Schraube angezogen werden soll, um 32 Mrd. GBP aufzubringen. Mittlerweile ist nun auch die Premierministerin zurückgetreten – mehr dazu unten.

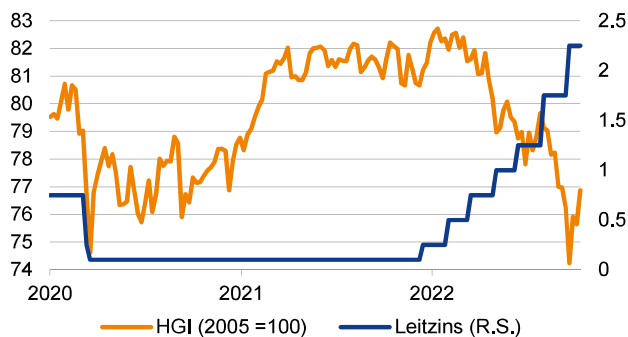
Truss' Steuersenkungspläne wurden durch die Marktreaktionen, die zu einem Einbruch der Pfund- und Staatsanleihenkurse führten, völlig zunichte gemacht

Zu politischer Kehrtwende gedrängt

Was die Geldpolitik anbelangt, so hat die Bank of England weiterhin mit einer Inflation von 10,1% (J/J) zu kämpfen. Um dem Preisauftrieb entgegenzuwirken, hat sich der geldpolitische Ausschuss (MPC) in jüngster Zeit eher für Zinserhöhungen um 50 Basispunkte als um 25 Bp entschieden. Außerdem haben die höheren Renditen am Anleihemark zu einer Verschärfung der Finanzmarktbedingungen geführt. Auf der anderen Seite gibt die Lage auf dem Arbeitsmarkt den Währungshütern weiterhin Anlass zur Besorgnis. Die Arbeitslosigkeit ist mit 3,5% so niedrig wie seit mehreren Jahrzehnten nicht mehr. Die angespannte Situation auf dem Arbeitsmarkt hat zu einer steigenden Lohninflation geführt, die in den letzten vier Monaten bei über 5% lag. Die Bank of England befürchtet, dass es zu Zweitundeneffekten kommen könnte.

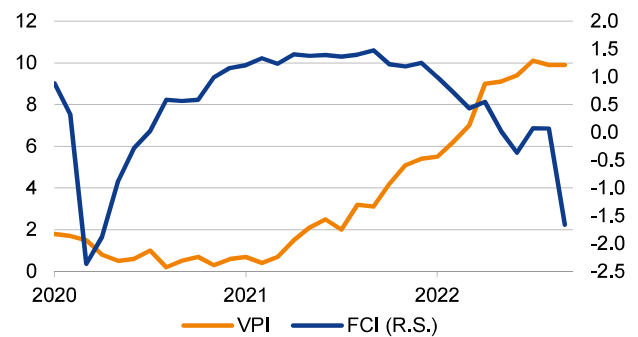
Die Inflation liegt weit über dem Zielwert, die BoE beschleunigt die Straffung der Geldpolitik, und die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt gibt Anlass zur Sorge

DER HANDELSGEWICHTETE BOE-WECHSELKURSINDEX AUF DREI-JAHRESTIEF - TROTZ ZINSERHÖHUNGEN
HGI (2005 = 100) IN INDEXPUNKTEN; LEITZINS IN %



Quelle: Bloomberg

DIE FINANZMARKTBEDINGUNGEN HABEN SICH ERHEBLICH VERSCHÄRFT
LS. VPI IN %; RS. INDEX DER FINANZMARKTBEDINGUNGEN IN PUNKTEN, NIEDRIGER = STRAFFER



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund dürfte die Geldpolitik in den kommenden Monaten noch erheblich gestrafft werden - auch wenn die Wirtschaft wohl in nicht allzu ferner Zukunft in eine Rezession abgleiten wird. Wir gehen bis Ende des Jahres von weiteren Zinserhöhungen im Umfang von 150 Basispunkten aus. Weitere dürften im Laufe des Jahres 2023 folgen, so dass der Leitzins zum ersten Mal seit 2008 wieder über 5% liegen könnte.

Der Leitzins dürfte in den nächsten zwölf Monaten noch deutlich steigen - ein Höchststand von 5,25% wird erwartet

Für das Pfund dürfte eine straffere Geldpolitik förderlich sein, aber angesichts der für den größten Teil des Jahres 2023 prognostizierten konjunkturellen Abschwächung und der angespannten und instabilen politischen Lage in Großbritannien dürften ausländische Investoren auch in den kommenden Monaten kein Vertrauen in die britischen Märkte fassen – zumal mit dem Rücktritt der Premierministerin nun wieder alle Karten neu gemischt werden.

Die Aussichten für das Pfund sind durch die innenpolitische Lage getrübt...

Immer wieder hatte Liz Truss betont, dass ein Rücktritt für sie nicht in Frage kommt. Letztendlich musste sie sich jedoch dem Druck ihrer Partei beugen. Nach nur 44 Tagen ist sie soeben von ihrem Posten zurückgetreten. Nun beginnt die Suche nach einem Nachfolger – zum wiederholten Mal innerhalb der Partei während einer laufenden Legislaturperiode. Wie demokratisch legitimiert Regierungen, die auf diesem Weg an die Macht kommen sind, darüber lässt sich hervorragend streiten. Insbesondere dann, wenn der Wechsel an der Spitze mit einem echten Politikwechsel einhergeht, so wie zuletzt der Fall. Die Konservativen werden jedoch alles tun um eine Neuwahl zu vermeiden. Sie liegen in den Umfragen derzeit 36 Punkte hinter der Labour Partei zurück, eine solch katastrophale Wahlschlappe wird man nicht riskieren. Die Wahl des neuen Premierministers dürfte angesichts der aktuellen Notlage

...mit einer neuen Regierung werden die Karten nun (wieder) neu gemischt

in einem beschleunigten Prozess stattfinden. Nähere Details werden heute Nachmittag bekanntgegeben, man darf aber wohl getrost davon ausgehen, dass man sich eine Briefwahl unter den Parteimitgliedern ersparen wird. Somit liegt es nun wahrscheinlich in den Händen der 357 konservativen Abgeordneten, Truss' Nachfolger zu küren. Aus Sicht des Marktes ist man geneigt davon auszugehen, dass es nur besser werden kann. Die Hoffnung stirbt bekanntlich zuletzt. Fest steht, dem Pfund stehen weiterhin volatile Zeiten bevor.

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

Schweiz: Zu früh für Entwarnung im Kampf gegen die Inflation

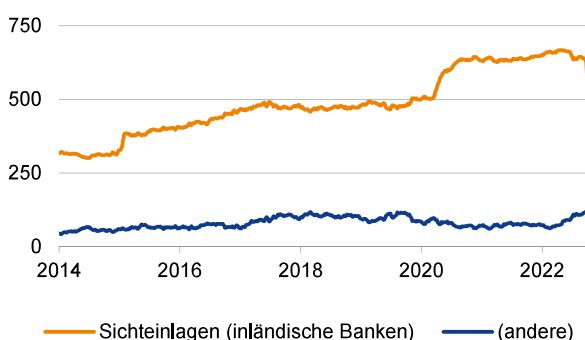
Im internationalen Vergleich mag der Inflationsdruck in der Schweiz harmlos wirken, für Schweizer Verhältnisse ist es das (trotz des jüngsten Rückgangs) aber keinesfalls. Im September war die Teuerung erstmals seit Ende 2020 wieder rückläufig, sie liegt mit 3,3% (J/J) aber noch immer klar über den gewünschten 2%. Dies ist für die Währungshüter offenbar kein Anlass, schon jetzt die geldpolitischen Hände in den Schoß zu legen. Ganz im Gegenteil will die SNB frühzeitig und proaktiv handeln, um zu verhindern, dass die Dynamik außer Kontrolle gerät wie in anderen Ländern.

Ihre Entschlossenheit zeigt die SNB nicht nur in Worten, sie lässt auch Taten sprechen. Im Wesentlichen geht es hier um drei Kanäle: Leitzinsen, Geldmarktgeschäfte und Wechselkurs. Da die SNB ihre regulären Zinsentscheidungen nur im Zuge der vierteljährlichen Lagebeurteilungen trifft, ist die Spanne bis zum nächsten Zinsfenster am 15. Dezember recht lang. Eine weitere Erhöhung um mindestens 50 Bp auf dann 1% gilt als gesetzt, liefert aber für sich genommen noch nicht den gewünschten restriktiven Impuls. Daher schöpft die SNB massiv Liquidität am Geldmarkt ab, sowohl durch Repo-Geschäfte als auch (erstmal seit 2011 wieder) durch die Emission von SNB-Bills. Als Resultat sind die Sichteinlagen bei der SNB seit dem historischen Hoch vom September 2022 um stolze 135 Mrd. CHF gefallen.

Inflationsdruck lässt nach, SNB bleibt dennoch alarmiert

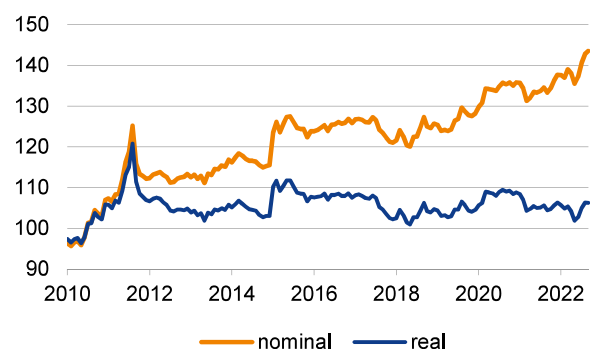
Überschussliquidität wird abgeschöpft

SNB ENTZIEHT DEM MARKT ÜBERSCHÜSSIGE LIQUIDITÄT
SICHTEINLAGEN BEI DER SNB, IN MRD. CHF



Quelle: Refinitiv

INFLATIONSUNTERSCHIEDE PRÄGEN EFFEKTIVE CHF-ENTWICKLUNG
REALER UND NOMINALER AUßENWERT



Quelle: Refinitiv

Nicht minder wichtig ist der Schweizer Nationalbank die Entwicklung des Schweizer Frankens bzw. dessen inflationsdämpfende Wirkung. Eine festere Währung führt tendenziell zu günstigeren Importpreisen, so dass die Kursentwicklung in EUR-CHF für die SNB denkbar willkommen ist. Die globale USD-Stärke wirkt dagegen in die

Fester Franken als wichtige Säule im Kampf gegen die importierte Inflation

andere Richtung. Noch komplexer wird es bei Berücksichtigung der realen statt der nominalen Franken-Entwicklung: Die Inflation in der Schweiz liegt um knapp sieben bzw. fünf Prozentpunkte unter der in der Eurozone und den USA. Wenn die SNB den realen, preisbereinigten Franken-Kurs stabil halten will, müssten EUR-CHF bzw. USD-CHF in eben diesem Maße abwerten. Zusammen mit der angespannten globalen Risikolage hat der Franken daher reichlich Gründe, sich vorerst zu behaupten.

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

Australien & Neuseeland: Trotz weiterer Straffungsmaßnahmen haben die Währungen gegenüber dem USD zu kämpfen

Australien erfreut sich weiterhin einer relativ robusten Konjunktur. Zwar stieg die Arbeitslosenquote von 3,4% im Juli auf 3,5% im August, doch ist dies immer noch ein sehr solider Arbeitsmarkt, der ein stabiles Wirtschaftswachstum widerspiegelt. Betrachtet man die Einkaufsmanager-Indizes, die sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor über der 50er-Marke liegen (welche die Trennlinie zwischen konjunktureller Erholung und Abschwächung bildet), so dürfte sich die Wirtschaft weiterhin positiv entwickeln. Dennoch ist die Inflation mit über 6% (J/J) immer noch zu hoch.

Auf ihrer jüngsten Sitzung hat die Reserve Bank of Australia die Zinssätze zwar erhöht, aber lediglich um 25 Basispunkte und nicht, wie von den Finanzmärkten erwartet, um 50 Bp. Die RBA verwies darauf, dass die gestiegene Inflation und die höheren Zinssätze die Budgets der privaten Haushalte belasten, was wiederum den Konsum bremsen und die Wirtschaft verlangsamen könnte. Da zudem Tausende von Hypotheken im Jahr 2023 auf die höheren Zinssätze umgestellt werden, dürften diese Bremseffekte im kommenden Jahr noch stärker zu spüren sein. Der stellvertretende Gouverneur der RBA erklärte Anfang Oktober, dass sich die Geldpolitik nicht länger in einer "expansiven Phase" befinde und dass der neutrale Zinssatz in der Region von 2,5% liegen dürfte. Dies bedeutet nicht, dass die geldpolitische Straffung der RBA beendet ist, sondern vielmehr, dass sie langsamer als in den vergangenen Monaten erfolgen wird und die Entscheidungen der RBA sehr datenabhängig sein werden. Sicherlich sind die geldpolitischen Bedingungen in Australien bislang alles andere als restriktiv. Unserer Ansicht nach wird die RBA die Zinsen bis weit in das Jahr 2023 hinein weiter anheben müssen, wobei der Höchststand bei 3,75% (4% werden am Geldmarkt eingepreist) liegen dürfte.

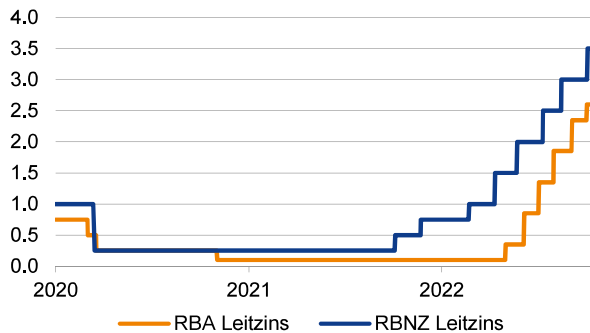
Die australische Konjunktur läuft relativ gut, die PMI deuten auf weiteres Wachstum hin ...

... aber die Inflation liegt noch über 6%

Straffung der RBA hat sich im Oktober verlangsamt

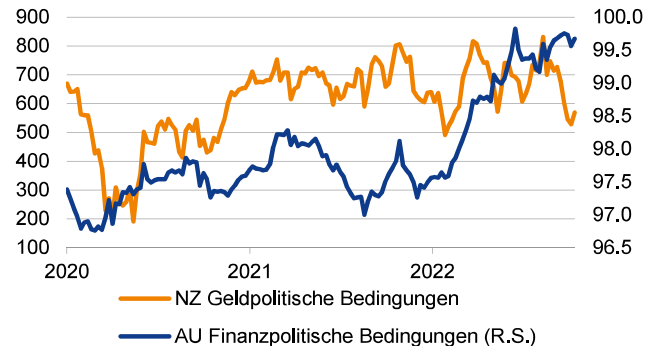
Allerdings ist der Leitzinserhöhungszyklus noch nicht zum Ende

DIE RBNZ UND DIE RBA HABEN EINE REIHE VON STRAFFUNGEN VORGENOMMEN, ABER DA DIE INFLATION IMMER NOCH ZU HOCH IST, STEHEN WEITERE BEVOR, VOR ALLEM IN NEUSEELAND IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

UNTERSCHIEDLICHE GELDPOLITISCHE BEDINGUNGEN: NEUSEELAND STRAFFT AGGRESSIVER ALS AUSTRALIEN IN INDEXPUNKTEN (JE HÖHER DER WERT, DESTO LOCKERER DIE GELDPOLITISCHEN BEDINGUNGEN)



Quelle: Bloomberg

Für den australischen Dollar war die veränderte Haltung der RBA ein herber Rückschlag. Die Währung ist auf ein Zweijahrestief gegenüber dem USD und auf ein Sechsmonatstief gegenüber dem Euro gefallen. Obwohl die Aussichten in hohem Maße von der Entwicklung der jeweiligen Geldpolitik abhängen, scheint der Anstieg des US-Dollars besonders übertrieben und anfällig für eine Korrektur zu sein. Doch selbst auf Zwölfmonatssicht dürfte der australische Dollar nicht in der Lage sein, die Spitzenwerte des Jahres 2022 gegenüber dem US-Dollar bzw. dem Euro erneut zu erreichen.

AUD ist von der RBA Leitzinspolitikänderung ein bisschen geschwächt

In Neuseeland stellt sich die Situation etwas anders dar. Die Wirtschaft ist ebenfalls in relativ guter Verfassung und die DZ BANK prognostiziert ein starkes Wachstum von 3,4% im Jahr 2023. Die Inflation ist jedoch immer noch viel zu hoch. Die Zinserhöhung um 50 Bp auf 3,5 % Anfang Oktober kam daher nicht überraschend. Auch wenn die bisherige Straffung um 325 Basispunkte die Geldmarktbedingungen merklich verschärft haben, ist nicht zu erwarten, dass die RBNZ in den nächsten Monaten das Straffungstempo drosselt. Dennoch halten wir die aktuelle Erwartung des Geldmarktes, dass die RBNZ ihren Leitzins im kommenden August auf 5% anheben wird, für übertrieben.

Neuseeland: Konjunktur erfreulich aber Inflation hartnäckig hoch...

...und die RBNZ wird weiter straffen

Trotz einer weiteren Straffung der geldpolitischen Zügel deutet nichts darauf hin, dass der neuseeländische Dollar die Verluste der letzten sechs Monate gegenüber dem Greenback und dem Euro wettmachen kann, denn sowohl die Fed als auch die EZB wollen die Zinsen ebenfalls weiter anheben. Eine leichte Erholung des Neuseeland-Dollar ist jedoch zu erwarten.

NZD wird seine Verluste seit Q1 nicht wieder gut machen können

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

Kanada: Die Bank of Canada dürfte in diesem Winter an ihrem Straffungskurs festhalten

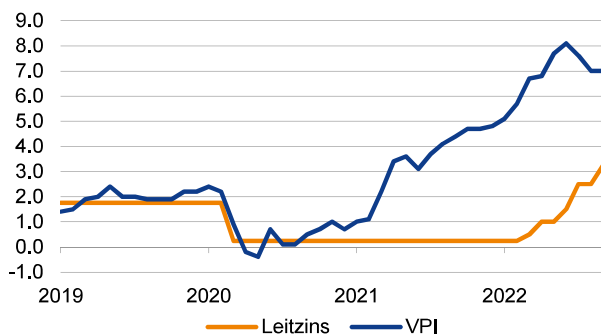
Die kanadische Wirtschaft entwickelt sich weiterhin relativ gut, auch wenn der Einkaufsmanager-Index im August und September knapp unter der 50er-Marke lag, was auf eine leichte Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit im Winterhalbjahr hindeutet. Die Bank of Canada dürfte auch zur Kenntnis nehmen, dass der Arbeitsmarkt nach wie vor recht angespannt scheint und somit eine Quelle des Inflationsdrucks darstellt. Die Arbeitslosenquote von 5,2% liegt nicht einmal einen halben Prozentpunkt über dem historischen Tiefstand (4,9%) vom Sommer, während die Löhne in den letzten vier Monaten um mehr als 5% (J/J) gestiegen sind. Beim Immobilienmarkt, der in der Vergangenheit immer wieder Anlass für Inflations Sorgen war, gab es in den letzten Monaten jedoch gute Nachrichten für die geldpolitischen Entscheidungsträger. Die Häuserpreisinflation lag in den Jahren vor Ausbruch der Pandemie nahe bei Null. Niedrigere Zinssätze und QE trugen dazu bei, dass die Wohnimmobilienpreise deutlich anstiegen, wobei die jährliche Wachstumsrate im August 2021 mit 12,2 % ihren Höhepunkt erreichte. Seitdem hat sich der Anstieg der Häuserpreise allmählich verlangsamt und ist auf 6,9 % (J/J) gesunken. Dies liegt jedoch immer noch über dem Zwanzigjahresdurchschnitt von 3,6 % (J/J).

Insgesamt betrachtet dürfte die Bank of Canada erleichtert sein, dass der Verbraucherpreisindex von einem Höchststand von 8,1% (J/J) im Juni auf 6,9% (J/J) im September zurückgegangen ist. Allerdings liegt dieser Wert immer noch deutlich über dem Inflationsziel, und auch andere Inflationsindikatoren geben weiterhin Anlass zur Sorge. Eine Wiederholung der im Juli erfolgten Zinserhöhung um 100 Basispunkte ist zwar unwahrscheinlich, doch spricht alles für eine weitere Straffung der Geldpolitik in den kommenden Monaten. Außerdem scheint die Bank of Canada davon auszugehen, dass sie durch ihr aggressives "Front-loading" der Straffungsmaßnahmen in der Lage sein wird, ihre Serie von Zinsanhebungen früher und auf einem niedrigeren Niveau zu beenden. Wir erwarten, dass der Leitzins bis zum Jahresende von derzeit 3,25% auf 4% angehoben wird, wobei Anfang 2023 mit einer weiteren leichten Straffung zu rechnen ist.

Die Wirtschaft ist nach wie vor in guter Verfassung, und obwohl der Verbraucherpreisindex gesunken ist, ist der Inflationsdruck nicht verschwunden

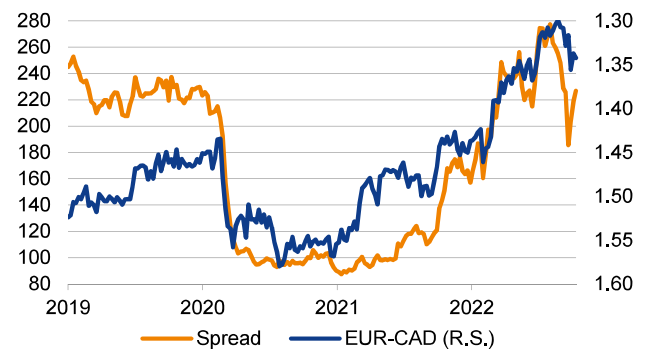
Bank of Canada dürfte die Zinsen in diesem Winter weiter anheben, doch eine Wiederholung des Zinsschritts vom Juli um 100 Bp scheint äußerst unwahrscheinlich.

DER INFLATIONSDRUCK LÄSST ZWAR ETWAS NACH, ABER DIE BANK OF CANADA DÜRFTE AUF STRAFFUNGSKURS BLEIBEN
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

DIE STRAFFUNGSMABNAHMEN DER BOC TRUGEN DAZU BEI, DASS DIE 2-JÄHRIGEN KANADISCHEN ANLEIHEN GEGENÜBER IHREN DEUTSCHEN GEGENWERTEN ANZOGEN UND DER EUR-CAD FIEL
SPREAD IN BASISPUNKTEN; EUR/CAD (R.S., INVERSE SKALA)



Quelle: Bloomberg

Was die Aussichten für den kanadischen Dollar betrifft, so hängt viel davon ab, wie schnell die anderen führenden Zentralbanken ihre Geldpolitik straffen. In Bezug auf EUR-CAD scheint es eine ziemlich gute Korrelation zwischen dem Spread zwischen den entsprechenden zweijährigen Anleiherenditen und der Entwicklung des Wechselkurses zu geben. Da die Bank of Canada weiterhin einen restriktiveren Kurs verfolgt als die EZB, dürfte der Euro gegenüber dem CAD bis Anfang 2023 bestenfalls begrenztes Aufwärtspotenzial haben. Was USD-CAD anbelangt, so ist es hier die Fed, die mit ihrer restriktiveren Geldpolitik das Rennen gemacht hat, wobei der US-Dollar als sicherer Hafen ebenfalls erhebliche Unterstützung erfährt. Binnen sechs Monaten dürfte der Zinserhöhungszyklus der Fed abgeschlossen sein und ein Teil der Safe-Haven-Prämie schwinden. Daher dürfte der "Loonie" in der Lage sein, einen Teil seiner jüngsten Verluste wettzumachen.

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

Die Aussichten für den CAD hängen stark von der allgemeinen geldpolitischen Entwicklung ab, aber ein fester CAD ist wahrscheinlich

Skandinavien: Ausblick für SEK und NOK freundlicher

Bei der schwedischen Parlamentswahl am 11. September hatte das bürgerlich-rechte Lager mit 176 Mandaten knapp die Mehrheit der 349 Sitze im Reichstag erlangt. Obwohl die bisherige Ministerpräsidentin Magdalena Andersson mit ihren Sozialdemokraten wieder klar stärkste Kraft geworden war, kam das Mitte-Links-Lager zusammen nur noch auf 173 Mandate. Ulf Kristersson (Moderate) ist am Montag dieser Woche zum neuen Ministerpräsidenten gewählt worden. Erschwert wird die Regierungsarbeit aber, weil Kristerssons Moderate, die Christdemokraten und die Liberalen nur auf 103 Sitze gekommen waren und als Minderheitskoalition künftig von der Unterstützung der rechtspopulistischen Schwedendemokraten abhängig sein werden.

Das rechte Lager, unterstützt durch die rechtspopulistischen Schwedendemokraten, hat sich auf eine neue Minderheitsregierung verständigt

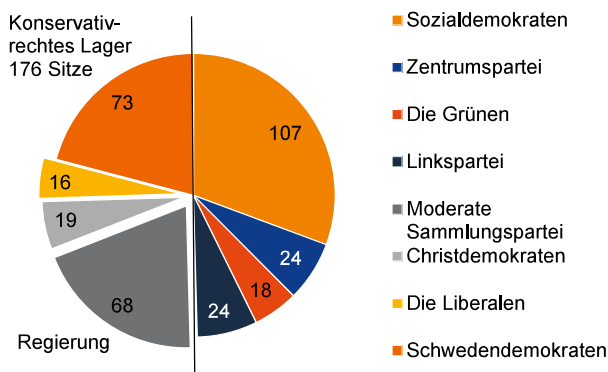
Die Inflationsentwicklung bleibt das Sorgenkind der Riksbank-Vertreter. Die Kombination aus erheblichen internationalen Kostensteigerungen, hohen Energiepreisen und einer recht starken inländischen Nachfrage hat dazu geführt, dass der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex im September auf 9,7% im Jahresvergleich, gegenüber 9,0% im August gestiegen ist. Die Zentralbank strebt eine Inflation von 2% (J/J) an. Die größte Überraschung waren die Strompreise, die viel stärker als erwartet anzogen und den CPIF im Monatsvergleich um 0,5%-Punkte erhöht haben.

Inflation entfernt sich immer weiter vom Notenbankziel von 2% (J/J)

Die schwache Entwicklung der schwedischen Krone in den zurückliegenden Wochen ist weniger auf die schwierige Regierungsbildung zurückzuführen, sondern vor allem eine Folge des starken Anstiegs der Inflation. Zudem hält sich die Befürchtung am Markt, dass die Volkswirtschaft im kommenden Jahr auf eine stärkere Rezession zusteuern könnte. Wir gehen zwar davon aus, dass das laufende, wie auch das kommende Quartal leicht rückläufig ausfällt, im Gesamtjahr 2023 aber ein Wirtschaftswachstum von 0,9% (J/J) erzielt werden sollte. Zudem dürfte sich die allgemeine Inflationsrate von derzeit 10,8% (J/J) auf 4,5% (J/J) im kommenden Jahr abschwächen. Die Krone sollte daher ihren Abwärtstrend beenden. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht wieder etwas niedriger bei Niveaus um 10,80 SEK.

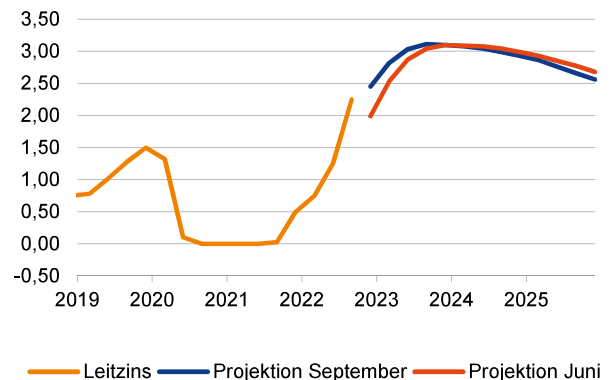
Krone sollte ihren Abwärtstrend beenden und auf Zwölfmonatssicht auf Niveaus von 10,80 EUR-SEK aufwerten

SCHWEDEN: WAHL FÜHRT ZU REGIERUNGSWECHSEL NEUE SITZVERTEILUNG IM REICHSTAG



Quelle: Schwedische Wahlbehörde

NORWEGEN: WEITERE LEITZINSANHEBUNGEN VORAUSS IN %



Quelle: Norges Bank

Im Vergleich zum starken Vorjahr sollte die Konjunktorentwicklung in Norwegen in diesem Jahr moderater verlaufen. Die hohe Inflation und die Straffung der Geldpolitik dürften die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr dämpfen und den Anstieg des BIP auf 2,0% (J/J) drosseln. Die Arbeitslosenrate lag im September erneut bei 1,6% und damit auf einem sehr niedrigen Stand. Aufgrund des angespannten Arbeitsmarktes sollte es zu einem Aufwärtsdruck bei den Löhnen kommen. Norwegens Inflation erreichte im September einen neuen historischen Rekord und stieg von 6,5% im August auf 6,9% im Jahresvergleich. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im September auf 5,3% im Jahresvergleich angestiegen. Die Inflation ist damit weitaus höher ausgefallen, als dies die Norges Bank in ihrem geldpolitischen Bericht vom September angenommen hatte und zeigt, dass der Preisdruck in der Wirtschaft stärker und breiter angelegt ist als von ihr angenommen. Damit ist das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ vorerst nicht zu erreichen. Die Notenbank selbst geht in den beiden kommenden Jahren von einer Kerninflationsrate von 4,8% (J/J) und 3,5% (J/J) aus und erst 2025 dürfte sich der Preisauftrieb allmählich dem Notenbankziel annähern. Nach nunmehr sechs Leitzinsschritten seit September 2021 hat die Norges Bank die Policy Rate auf mittlerweile 2,25% angehoben und weitere Erhöhungen sind wahrscheinlich. Die Projektionen im jüngsten Monetary Policy Report gehen von einem Anstieg des Leitzinses auf rund 3% im Laufe des Winters aus. Da sich die Finanzierungsbedingungen damit verschärfen, könnte dies schnell zu einem Wachstumshemmnis werden. Wir gehen in unserer Prognose für 2023 von einem Wachstum von lediglich noch 0,8% aus.

Die deutlich gestiegene Risikoaversion hat in den zurückliegenden Wochen zu einem Abgabedruck vor allem bei kleineren Währungsräumen geführt, die nicht als sicherer Währungshäfen gelten. Dieser Entwicklung konnte sich auch die Krone nicht entziehen. Bei dem für die norwegische Krone recht wichtigen Verlauf des Rohölpreises gehen wir auf Jahresfrist von einer weitgehenden Seitwärtsentwicklung um 95 USD pro Barrel aus. Damit sollte die Krone auch weiterhin von recht hohen Rohölpreisen, der zunehmend restriktiveren Ausrichtung der Norges Bank sowie immer noch recht attraktiven Spreads bei Geld- und Kapitalmarktzinsen profitieren. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld somit bestehen bleiben.

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

Norwegens Arbeitsmarkt bleibt angespannt, Inflation legt merklich zu

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

Die Krone profitiert von hohen Leitzinsen, dem Zinsvorteil und hohen Rohölpreisen

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: MNB bemüht sich um Schützenhilfe für den Forint

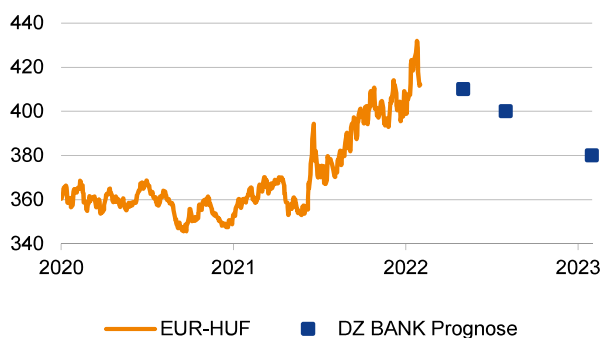
Im Fokus der CE3-Währungen, Zloty, Forint und tschechische Krone, stehen nach wie vor die nationalen Inflationsentwicklungen sowie die sich in den Ländern abzeichnende schwächere konjunkturelle Dynamik. Die damit einhergehende Unsicherheit ließen sowohl den Zloty als auch den Forint gegenüber dem Euro zeitweise wieder spürbar nachgeben, während die anhaltenden FX-Interventionen der tschechischen Notenbank die Krone weitgehend stabil gehalten haben.

Besonders von sich reden machte zuletzt jedoch der ungarische Forint bzw. dessen Zentralbank (MNB). So geriet doch die dortige Landeswährung verstärkt in die Defensive, nachdem die Zentralbank das Ende des Leitzinserhöhungszyklus bei einem Niveau des offiziellen Leitzinses („Base Rate“) von 13% verkündet hat. Infolgedessen erreichte der Forint gegenüber dem Euro neue Rekordtiefststände. Die MNB reagierte hierauf schließlich mit einer Reihe von geldpolitischen Notfallmaßnahmen. Um den Verfall des Forints zu stoppen wurde u.a. eine eintägige Einlagenfazilität bei 18%, 500 Bp (!) oberhalb des offiziellen Leitzinssatzes, eingeführt. Diese Fazilität soll nun effektiv den offiziellen Zinssatz ersetzen. Dass die MNB diesen nicht weiter angehoben hat, begründete sie damit, dass der offizielle Leitzins nach einer Erhöhung von insgesamt 1.240 Bp nun hoch genug sei, um die Inflationsrisiken einzudämmen. Zudem hob die ungarische Zentralbank den Satz für Übernachtausleihungen deutlich von 15,5% auf 25% an, was Spekulationen gegen den Forint erheblich verteuert. In diesem Zusammenhang bekräftigte sie ihre Bereitschaft zu weiteren Markteingriffen.

Fundamentales Umfeld bereitet Sorgen

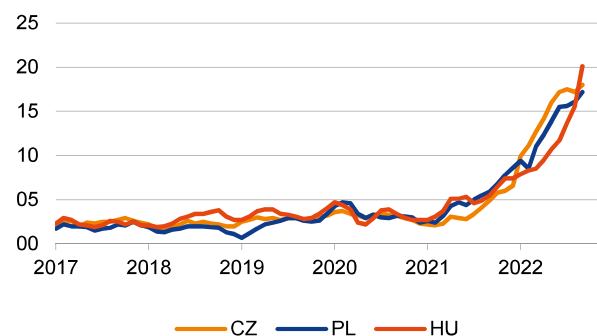
Ungarische Notenbank versucht den Verfall des Forint zu stoppen

FORINT MIT WEITERHIN SCHWEREM STAND
EUR-HUF KURSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ENTSPANNUNG AN DER INFLATIONSFRONT (NOCH) FEHLANZEIGE
NATIONALE INFLATIONS-RATEN IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Wenngleich der Forint infolge der Bekanntgabe dieser geldpolitischen Maßnahmen gegenüber dem Euro moderate Kursgewinne verzeichnen konnte, so bleibt er insgesamt weiter schwer angeschlagen. Unserer Einschätzung zufolge dürfte die ungarische Landeswährung auch in nächster Zeit in Deckung bleiben. Anlass zu dieser verhaltenen Einschätzung gibt uns zum einen das nach wie vor risikoaverse Marktumfeld (Stichwort Ukraine-Krieg und geopolitische Risiken). Zum anderen lastet nach wie vor der anhaltende politische Konflikt zwischen Brüssel und Budapest zusammen mit marktseitigen fiskalischen Sorgen spürbar auf dem Forint. Und als ob dies nicht schon genug Ballast für den risikosensitiven Forint wäre, setzen ihm auch noch die ausgewachsene Energiekrise in Europa sowie, wie eingangs thematisiert, die damit verbundenen massiven Inflations- und Rezessionssorgen zu. Alles in allem

Aussichten des Forint weiterhin verhalten

sehen wir daher Euro-Forint zum Ende des Jahres hin weiterhin im Bereich von 410 HUF gut aufgehoben.

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

Türkei & Südafrika: Unterschiedliche Inflationsentwicklungen

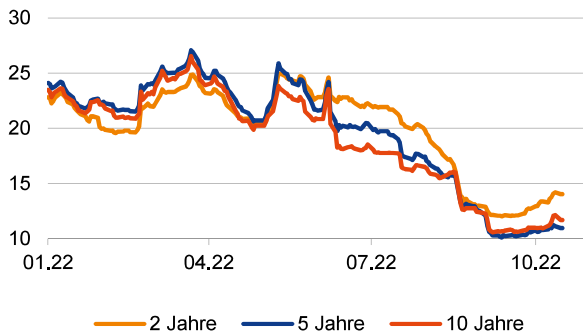
Staatspräsident Erdogan hat erneut die Vorteile niedriger Zinsen hervorgehoben, nachdem er zuvor die Zentralbank des Landes (TCMB) aufgefordert hatte, die Zinssätze bis zum Jahresende auf einstellige Werte zu senken. Daher verwundert es auch wenig, dass die Währungshüter in Ankara ungeachtet einer mittlerweile auf knapp 84% (J/J) gestiegenen Inflation sowie einer massiv angeschlagenen Landeswährung den offiziellen Leitzins (One-Week Repo Rate) weiter spürbar auf nun 10,50% gesenkt haben. Angesichts des anhaltenden politischen Drucks ist auf kurze Sicht mit weiteren Leitzinssenkungen zu rechnen, wenngleich aus Sicht der überaus schwachen Lira und der Inflationsentwicklung massive geldpolitische Straffungsmaßnahmen angemessen wären.

TCMB beugt sich politischem Druck

Doch nicht nur die türkische Notenbank geht im aktuellen Umfeld im internationalen Vergleich eigene Wege. Ähnliches ist auch am türkischen Rentenmarkt zu beobachten. Denn während sowohl die Renditen der (ost-) europäischen als auch der US-amerikanischen Staatsanleihen angesichts massiver Inflationsrisiken und spürbarer Leitzinsanhebungen ihrer Notenbanken deutlich angestiegen sind, sind die lokalen Renditen in der Türkei zuletzt über alle Laufzeiten hinweg deutlich gefallen. Zum Teil kann dies mit den Leitzinssenkungen der TCMB sowie den bestehenden Rezessionsrisiken begründet werden, während die sehr hohe Inflation sowie etwaige Risikoaufschläge hingegen für grundsätzlich steigende Renditen sprechen sollten. Als Hauptargument für die deutlich fallenden Renditen türkischer Staatsanleihen ist jedoch die von der (Geld-) Politik avisierte „Liraisierungsstrategie“ zu nennen. Sprich die seit Dezember letzten Jahres von der TCMB eingeleiteten Bemühungen, den Umtausch von Fremdwährungseinlagen in Lira zu fördern. In dieses Bild passt auch die jüngste Anhebung des Satzes für die Haltung von Wertpapieren in Lira von 3% auf 5%, welche die heimischen Kreditgeber ebenfalls dazu zwingt, einen größeren Teil ihrer Wertpapiere in Lira zu halten. Weitere entsprechende Schritte sind laut TCMB sowohl in diesem als auch im kommenden Jahr zu erwarten. Die spürbaren Renditerückgänge der letzten Zeit dürften damit zu einem wesentlichen Teil das Ergebnis einer in gewisser Weise künstlich geschaffenen Nachfrage sein, und weniger das reale Marktinteresse an türkischen Bonds widerspiegeln.

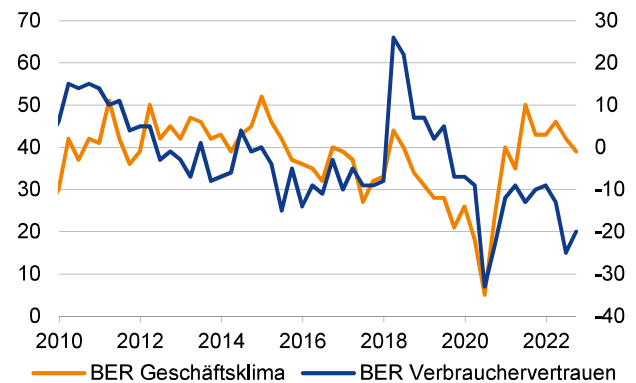
Türkische Renditen fallen spürbar

TCMB GENERIERT MIT REGELÄNDERUNGEN KÜNSTLICHE NACHFRAGE NACH TÜRKISCHEN STAATSANLEIHEN RENDITE TÜRKISCHER STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Bloomberg

STIMMUNG IN SÜDAFRIKA BLEIBT GEDRÜCKT LS: GESCHÄFTSKLIMAINDEX; RS: INDEX VERBRAUCHERVERTRAUEN



Quelle: Bloomberg

Südafrika hat ein schwieriges Winterhalbjahr hinter sich. Ausfälle im veralteten Bestand der Elektrizitätswerke sorgen immer wieder für Stromabschaltungen, die auch auf die gesamte Wirtschaftsleistung gedrückt haben dürften. Vor diesem Hintergrund kann es nicht überraschen, dass auch die verschiedenen Stimmungsindikatoren eher gedämpft ausfallen. Vor allem kleine und mittlere Unternehmen müssen sich noch eine längere Zeit auf Versorgungsprobleme einstellen. Großunternehmen dürften sich perspektivisch stärker eine eigene Stromversorgung aufbauen, einen Weg, den auch einige größere Kommunen gehen wollen. Damit wird die Bedeutung des bisherigen staatlichen Quasimonopolisten Eskom langfristig abnehmen. Als positiven Faktor kann Südafrika im internationalen Vergleich, insbesondere auch unter Emerging Markets, einen vergleichsweise moderaten Preisauftrieb vorweisen. Im September bröckelte die Inflationsrate geringfügig auf 7,5% (J/J) ab. Die Kernrate hat sich zwar leicht auf 4,7% (J/J) beschleunigt, liegt damit aber noch immer innerhalb des Zielkorridors der Notenbank von 3% bis 6%. Der geldpolitische Normalisierungsprozess ist noch nicht abgeschlossen und bei der letzten Sitzung des Jahres ist im November zumindest mit einer erneuten Anhebung des Leitzinses um 75 Bp auf dann 7,0% zu rechnen. Auch im kommenden Jahr ist noch mit einer Zinserhöhung zu rechnen, auch wenn dann der Preisauftrieb langsam abflachen sollte. Die verlässliche Geldpolitik dürfte der entscheidende Faktor für eine künftig stabilere Entwicklung beim Rand sein, den in den letzten Monaten vor allem sinkende Edelmetallpreise belastet hatten.

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

Weiterhin Ausfälle bei der Stromversorgung in Südafrika

China: Verwirrung in Perfektion – was hat Chinas Regierung zu verbergen?

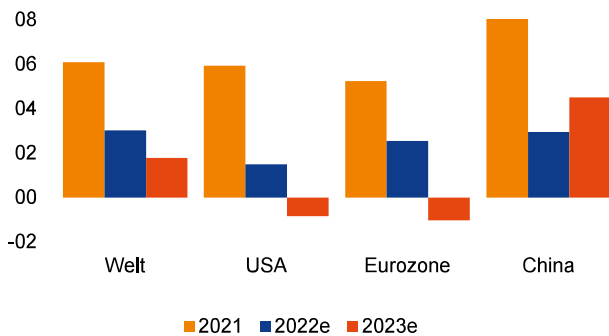
An dieser Stelle hätten wir gerne die jüngsten Konjunktorentwicklungen aus China kommentiert. Allerdings veröffentlichen die Statistikbehörden seit letzter Woche keine Daten mehr, obwohl der Kalender u.a. Exporte, Immobilienpreise und vor allem das BIP-Wachstum (Q3) vorsieht. Dass es zu dieser Verzögerung keine Details gibt, ist perfekter Nährboden für Spekulationen. Soll vermieden werden, dass schlechte Wirtschaftsdaten den Glanz vom prestigeträchtigen KP-Parteitag und der erneuten Ernennung von Präsident Xi nehmen? Müssen die Zahlen noch „optimiert“ werden,

Maulkorb für die Statistikbehörde?

um den politischen Wünschen zu entsprechen? Plant Peking einen großen wirtschaftspolitischen Wurf zum Abschluss des Parteitags? Schon immer standen Konjunkturdaten aus China unter dem Generalverdacht, staatlich geschönt zu sein. Die aktuellen Wachstumsperspektiven stehen angesichts von Null-Covid-Politik, labilem Immobilienmarkt, verunsicherten Konsumenten und Einbruch der globalen Nachfrage unter denkbar ungünstigen Vorzeichen; und es wäre ein merkwürdiger Zufall, dass das Statistikamt ausgerechnet jetzt einen Maulkorb bekommen hat. Es mag sein, dass sich Staatsführer Xi den Start seiner (historisch einmaligen) dritten Amtszeit nicht von negativen Schlagzeilen verderben lassen will - immerhin ist es sein stoisches Festhalten an der Null-Covid-Politik, das als Schlüssel zur gegenwärtigen Konjunkturschwäche gilt. Doch ob er sich mit dieser Verzögerung einen Gefallen getan hat? Früher oder später müssen wieder Daten geliefert werden. Und selbst wenn diese solide ausfallen sollten, dürfte der Vertrauensverlust von Anlegern im In- und Ausland so schnell nicht wettzumachen sein.

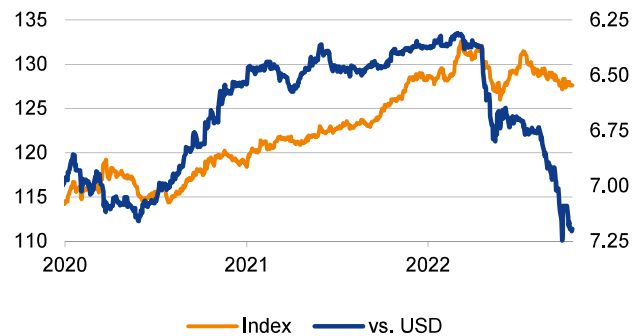
Schaden für die Glaubwürdigkeit

POLITIK SÄT ZWEIFEL AN CHINAS WACHSTUMSSTORY
BIP (J/J), IN %: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

EINE FRAGE DES BLICKWINKELS: REKORDHOCH- ODER TIEF?
CNY: HANDELSGEWICHTETER INDEX (L.S.) UND VS. USD (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Für Chinas Währung sind dies denkbar ungünstige Aussichten. Die globale USD-Stärke fordert längst ihren Tribut, jetzt überschlagen sich auch noch die Konjunkturzweifel, ganz zu schweigen vom langfristigen Vertrauensschaden für die Etablierung des Renminbis als Weltwährung. Vorerst drohen dem Yuan weitere Rekordtiefs zum Dollar. Dass der handelsgewichtete CNY-Index (aufgrund der Schwäche anderer asiatischer Währungen) dagegen nahe historischer Hochs notiert, kann für Peking nur noch ein schwacher Trost sein. Die Wahrscheinlichkeit für Interventionen steigt somit stetig an, nicht zuletzt da die anderen Bemühungen zur Yuan-Stabilisierung (insbesondere die niedrigeren USD-CNY-Fixings) kaum noch beeindruckend.

Ungünstige Aussichten für den Yuan und wachsendes Interventionsrisiko

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

Brasilien & Mexiko: Geldpolitisch warten oder weiter so

Präsident Bolsonaro hat in der ersten Runde der Präsidentschaftswahl zwar merklich besser abgeschnitten als die meisten Umfragen im Vorfeld signalisiert hatten. Gleichwohl lag er mit 43% ein gutes Stück hinter Herausforderer Lula da Silva (48%) zurück. Dieser hat es zudem geschafft, die auf den Plätzen drei und vier liegenden Präsidentschaftskandidaten Simone Tebet mit 4% der Stimmen und Ciro Gomes mit 3% der Stimmen, hinter sich zu bringen. Sollten deren Anhänger den Empfehlungen folgen, dürfte das Rennen gelaufen sein, zumal auch die meisten, wenngleich nicht alle, Umfragen weiter eine deutliche Führung für Lula zeigen. Hoffnung schöpft die Regierungsmannschaft jedoch zum einen aus der Unzuverlässigkeit der Umfragen

Erste Wahlrunde in Brasilien knapper als vermutet

vor der ersten Wahlrunde und zum anderen aus den zuletzt verbesserten Wirtschaftsdaten.

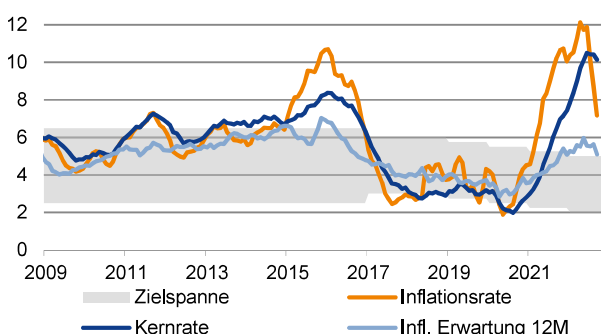
Größter Belastungsfaktor für die Bevölkerung, und damit wohl auch ein entscheidendes Kriterium für die Wahlentscheidung, sind die Kaufkraftverluste der letzten Zeit. Hier hat die Regierung mit massiven Hilfen versucht, die Belastungen zu dämpfen. Dank Steuersenkungen gingen die Verbraucherpreise im September den dritten Monat in Folge zurück, was die Jahresrate auf 7,2% drückte. Noch im Juni hatte die Inflationsrate bei 11,9% (J/J) gelegen. Der grundsätzliche Preisauftrieb hat sich zwar ausweislich der von der Notenbank beobachteten Indikatoren stabilisiert, im Durchschnitt liegen diese aber noch immer um etwa 10% über dem Vorjahresstand. Entsprechend ist es für eine geldpolitische Reaktion noch deutlich zu früh. Bei der letzten Sitzung der Banco Central do Brasil hatten sogar zwei Vertreter für eine Zinserhöhung um 25 Bp votiert. Die Notenbankführung will die Zinsfantasie noch etwas am Leben erhalten, um gegebenenfalls nachjustieren zu können. Insgesamt sollte mit 13,75% aber das Leitzinshoch erreicht sein. Für eine erste Zinssenkung dürfte die Notenbank zumindest die ersten Monate des neuen Jahres abwarten, da dann viele Entlastungsmaßnahmen auslaufen und die Reaktion der Verbraucherpreise abgewartet werden sollte. Die Jahresmitte 2023 dürfte daher besser geeignet sein, den Zinssenkungsprozess einzuleiten.

Preisauftrieb zuletzt deutlich verlangsamt

Bei der parallel zur ersten Runde der Präsidentschaftswahl stattfindenden Parlamentswahl hatten die die amtierende Regierung unterstützenden Parteien rund 60% der Sitze im Abgeordnetenhaus errungen. Üblicherweise lassen sich die Parteien aus der politischen Mitte zwar von einer Zusammenarbeit mit der Regierung überzeugen, dieser Prozess erfordert aber einige Zeit und ist mit Zugeständnissen verbunden. Die ehrgeizigen Pläne Lulas dürften im Falle seiner Wahl daher Federn lassen, was auch der entscheidende Grund war, dass die brasilianischen Finanzmärkte positiv auf die erste Wahlrunde reagierten. Eine ähnlich positive Reaktion ist Ende des Monats wohl nur bei einem Wahlsieg Bolsonaros zu erwarten, dem die Märkte eher zutrauen die für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit notwendigen Reformen einzuleiten.

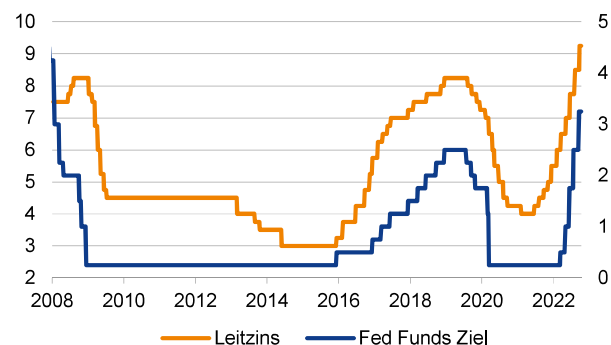
Finanzmärkte dürften Wahlsieg Bolsonaros bevorzugen

INFLATIONSRATE IN BRASILIEN SINKT DEUTLICH
J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg

MEXIKO UND USA SCHLAGEN DEN GLEICHEN TAKT
LS: LEITZINS MEXIKO; RS: FED FUNDS; BEIDES IN %



Quelle: Bloomberg; DZ-BANK Research

Mexikos Wirtschaft hängt am Puls der US-Konjunktur und die Banco de México (Banxico) an der US-Notenbank. Dies ist keine neue Erkenntnis, aber selten war dies so klar zu beobachten wie in diesem Jahr. Den immer schärfer gewordenen Zinserhöhungen der Fed folgte die Banxico nahezu sklavisch eine Woche später. Dabei darf allerdings nicht vergessen werden, dass in Mexiko die erste Zinserhö-

Ohne Blick in den Norden geht in Mexiko (fast) nichts

hung bereits im Juni letzten Jahres erfolgte und der Leitzinsvorsprung gegenüber den USA anschließend deutlich ausgebaut wurde. Der nunmehr seit dem Frühjahr weitgehend stabile Vorsprung von 600 Bp war in früheren Zeiten eher ein Krisenzeichen, trug nun aber dazu bei, dass sich der Peso trotz des schwierigen Umfeldes robust entwickeln konnte. In der Banco de México sind die Meinungen, ob der US-Notenbank bei ihren Zinsanhebungen weiterhin gefolgt werden soll, mittlerweile aber geteilt. Jedoch besteht aufgrund der unbefriedigenden Inflationsentwicklung im Land noch Bedarf für eine weitere Straffung der Geldpolitik.

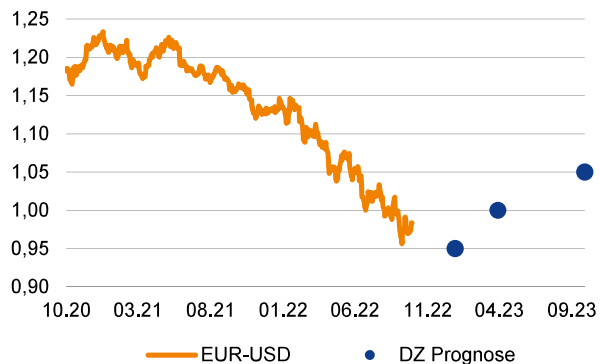
Auch im September hat der Preisauftrieb an Breite gewonnen, so dass die Inflationsrate ohne Energie und frischen Nahrungsmitteln mit inzwischen 8,3% (J/J) weiter nach oben gerichtet war. Zumindest stabilisiert hat sich die Gesamtrate mit unveränderten 8,7%. So erfreulich es für die Kaufkraft der Arbeitnehmer ist, dass die Löhne in der Privatwirtschaft nunmehr auch mit einer Jahresrate von über 8% wachsen, so schwierig macht dies die Geldpolitik, da hier eine mittelfristige Eindämmung besonders herausfordernd ist. Entsprechend ist zumindest bei den beiden letzten Zinsentscheidungen in diesem Jahr zu erwarten, dass die Notenbank in Mexiko den Schritten der Fed weiter folgen wird. Ausgehend von derzeit 9,25% dürfte der Leitzins damit bis zum Jahresende auf 10,5% angehoben werden. Anschließend könnte die Geldpolitik einen abwartenden Kurs fahren, was ihr auch durch eine entsprechende Politik in den USA erleichtert wird. Der Zinsvorsprung Mexikos könnte dabei zwar leicht abschmelzen, sollte aber auf einem hohen Niveau bleiben und dem Peso zunächst eine weiterhin robuste Entwicklung ermöglichen.

Geldpolitik in Mexiko weiter auf den Spuren der Fed

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

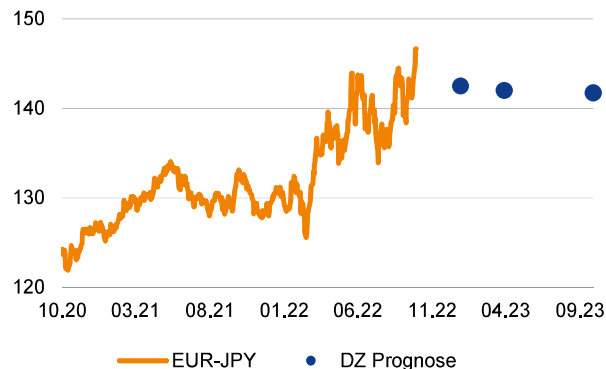
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



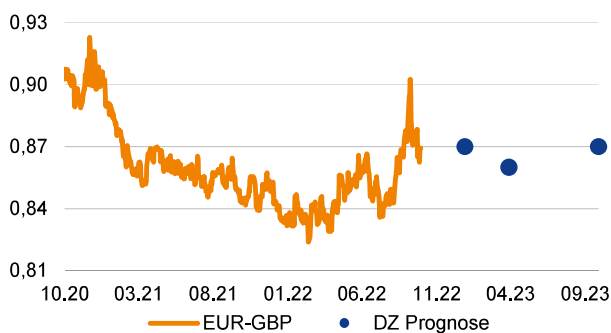
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



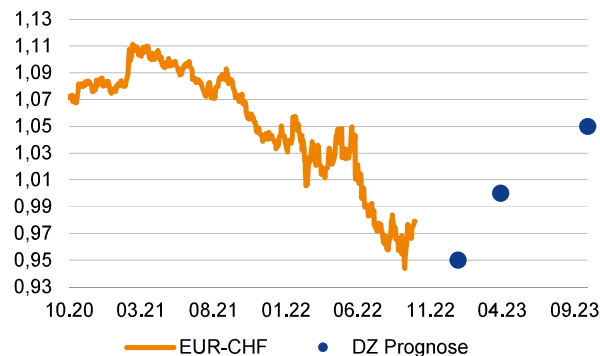
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



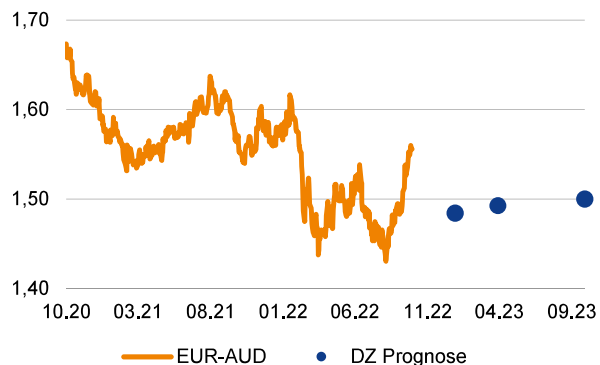
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



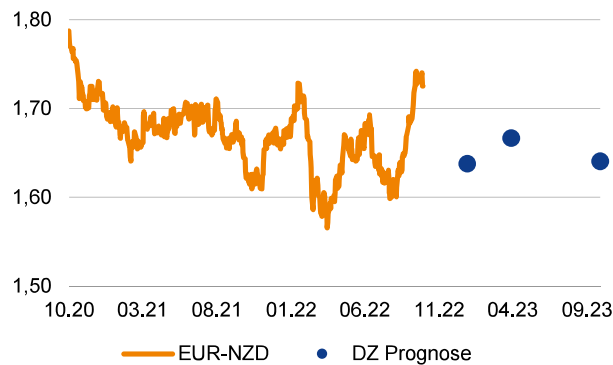
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



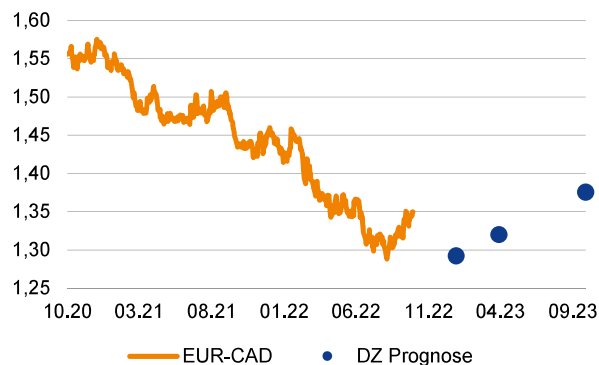
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



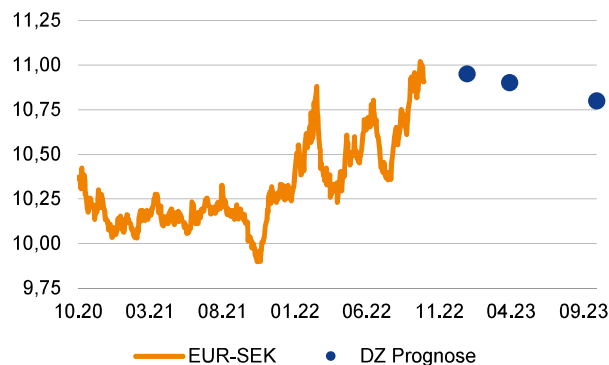
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



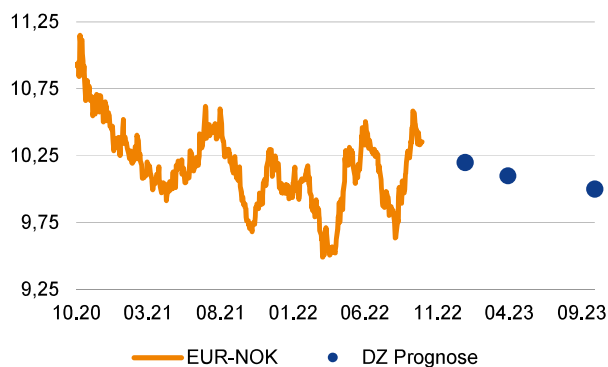
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



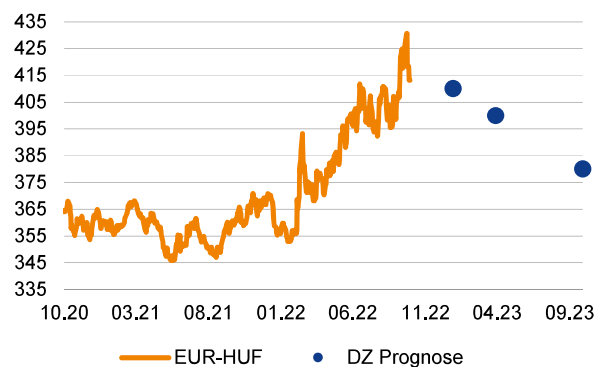
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



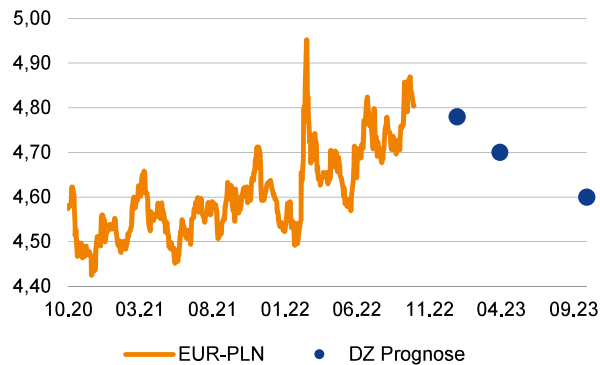
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



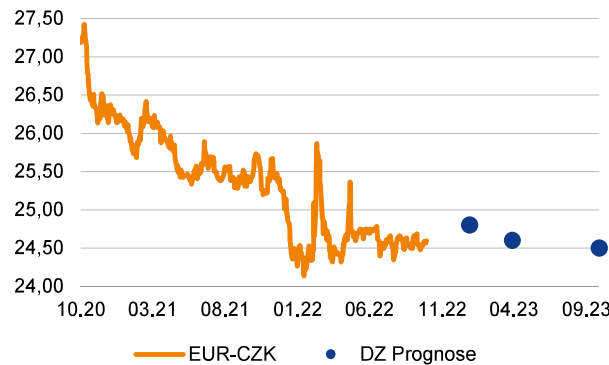
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



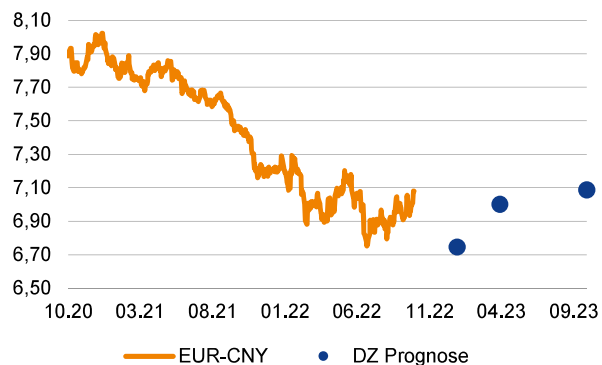
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



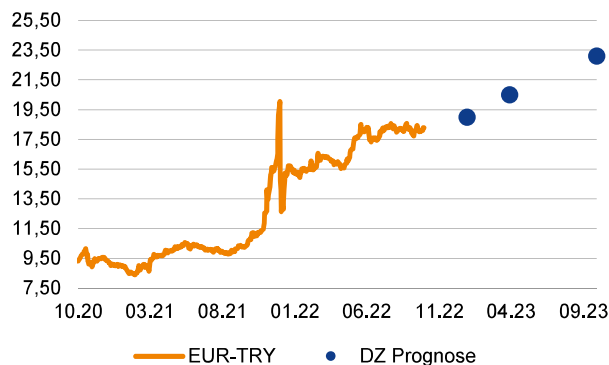
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



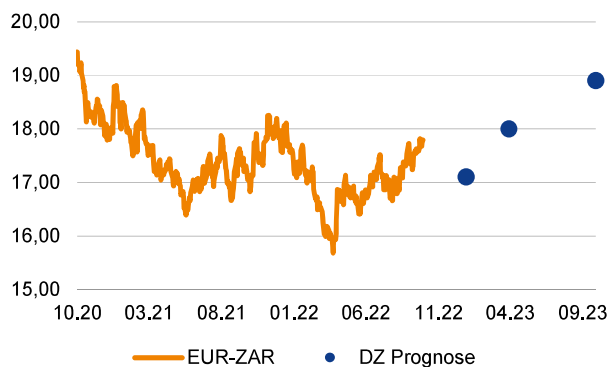
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



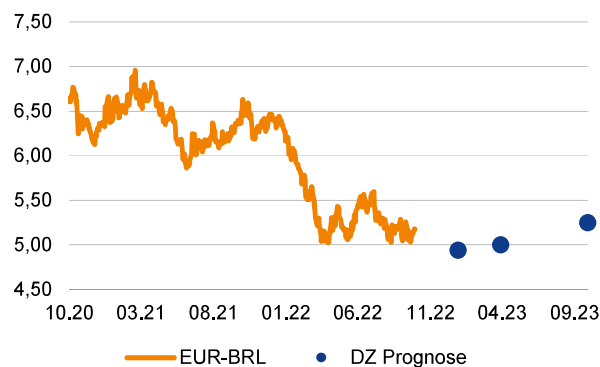
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



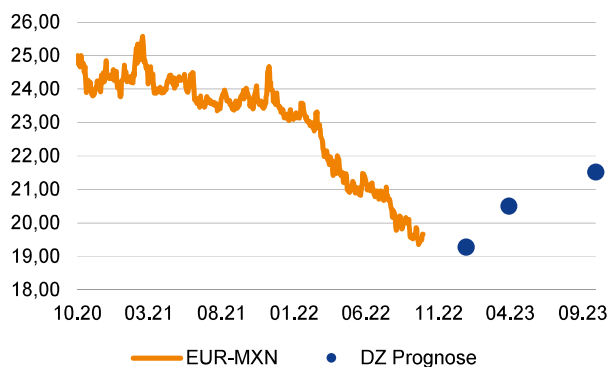
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

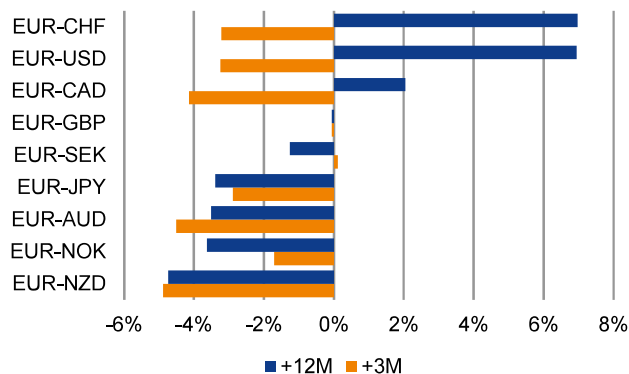
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

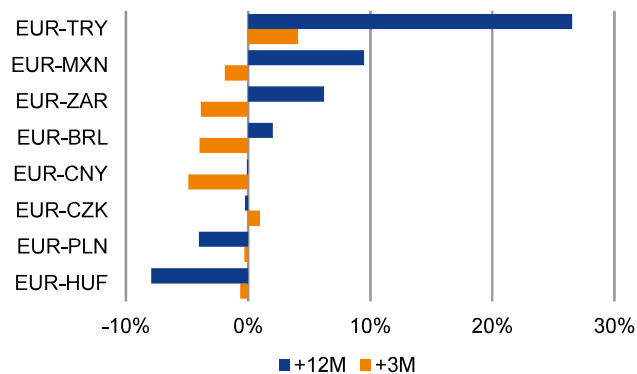
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	0,9854	0,95	1,00	1,05
EUR/GBP	0,8706	0,87	0,86	0,87
EUR/JPY	147,11	143	142	142
EUR/CHF	0,9806	0,95	1,00	1,05
EUR/AUD	1,5621	1,48	1,49	1,50
EUR/NZD	1,7346	1,64	1,67	1,64
EUR/CAD	1,3546	1,29	1,32	1,38
EUR/NOK	10,40	10,20	10,10	10,00
EUR/SEK	10,93	11,0	10,9	10,8
EUR/PLN	4,7854	4,78	4,70	4,60
EUR/CZK	24,55	24,8	24,6	24,5
EUR/HUF	413,4	410	400	380
EUR/TRY	18,32	19,0	20,5	23,1
EUR/ZAR	17,85	17,1	18,0	18,9
EUR/CNY	7,0777	6,75	7,00	7,09
EUR/BRL	5,1656	4,94	5,00	5,25
EUR/MXN	19,75	19,3	20,5	21,5

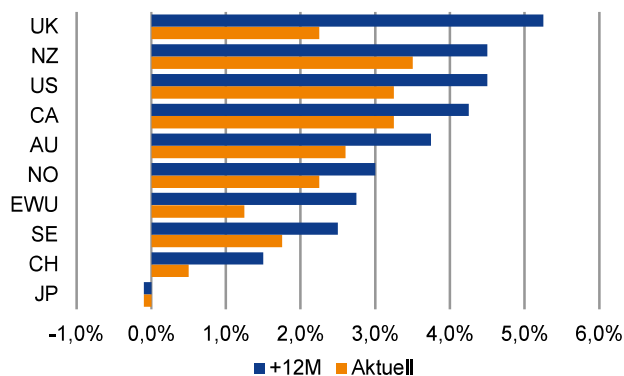
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	0,9854	0,95	1,00	1,05
GBP/USD	1,1319	1,09	1,16	1,21
USD/JPY	149,29	150	142	135
USD/CHF	0,9951	1,00	1,00	1,00
AUD/USD	0,6308	0,64	0,67	0,70
NZD/USD	0,5681	0,58	0,60	0,64
USD/CAD	1,3746	1,36	1,32	1,31
USD/NOK	10,55	10,74	10,10	9,52
USD/SEK	11,09	11,5	10,9	10,3
USD/PLN	4,8563	5,03	4,70	4,38
USD/CZK	24,92	26,1	24,6	23,3
USD/HUF	419,5	432	400	362
USD/TRY	18,59	20,0	20,5	22,0
USD/ZAR	18,11	18,0	18,0	18,0
USD/CNY	7,1825	7,10	7,00	6,75
USD/BRL	5,2421	5,20	5,00	5,00
USD/MXN	20,04	20,3	20,5	20,5

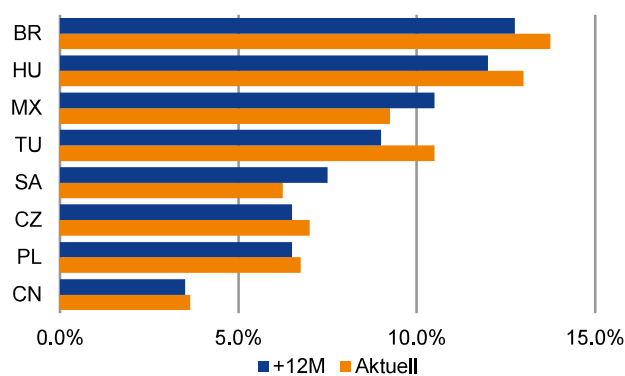
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINS-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

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

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7,1	5,7	0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,1	12,4	12,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,8	-5,2	-4,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,8	-6,4	-8,7
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,9	4,4	0,0
Inflation (in % gg. Vj.)	5,2	13,7	11,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,9	-2,8	-4,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-5,3	-5,4
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	2,6	-0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	15,3	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,9	-7,4	-7,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-2,0	-2,2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	11,4	4,3	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	19,6	73,5	38,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,3	-1,4	-2,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	-7,6	-2,9
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,9	2,0	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	6,8	5,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,2	-5,1	-5,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,7	1,9	0,5
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	8,1	3,0	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,2	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,8	-5,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	0,9	0,8
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,9	2,2	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	8,3	9,6	6,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,4	-5,5	-7,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	-1,4	-2,2
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	1,8	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	8,0	6,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,9	-3,0	-2,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-0,6	-0,8

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die 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).

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 Anleihe-segments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

men zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und 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 Dokumentes wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit/ Sustainability

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

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