Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Im Spannungsfeld zwischen abnehmenden Preissorgen und Wachstumsrisiken

Das Umfeld für die Devisenmärkte bleibt angespannt. An der an Krisen und Konflikten derzeit ohnehin nicht armen Großwetterlage hat sich neben dem nunmehr bereits 20 Monate andauernden Krieg in der Ukraine mit der neuen Eskalation der Gewalt im Nahen Osten ein akuter Brandherd hinzugesellt. Die jüngsten Entwicklungen haben bereits zu einer erheblichen Verunsicherung der Marktteilnehmer geführt. Dies könnte sich noch ausweiten, wenn sich der Konflikt über Israel hinaus auf andere Länder der Region ausdehnen sollte und die Versorgungswege für Erdöl gestört würden. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer zur aktuellen Wirtschaftslage und deren Erwartungen für die nächsten Monate trübt sich mehr und mehr ein und dies ganz besonders in der Eurozone, auch wenn dort das Investoren-Sentiment noch ein Stück weit von den Tiefständen zur Zeiten des Ausbruchs der Corona-Pandemie entfernt ist. Entspannung erwarten wir dagegen bei den weiteren Verläufen der Inflationsraten. Bei sämtlichen Staaten unserer Coverage sollte sich der Preisauftrieb im kommenden Jahr weiter abschwächen aber noch überwiegend über den Zielwerten der Notenbanken verharren. Die Leitzinsen dürften weitestgehend ihre Hochpunkte erreicht haben. Einige Notenbanken stehen wohl noch vor ihrer letzten Anhebung in diesem Leitzinszyklus: USA, Schweiz, Norwegen, Schweden und die Türkei. Leitzinssenkungen wurden bereits in Polen und Brasilien vorgenommen. Unsere Wechselkursprognosen stehen damit im Zeichen üblicherweise entgegengesetzt wirkender Einflussfaktoren. Zum einen weiter rückläufig erwartete Inflationsraten, die sich positiv auf die Kaufkraft der jeweiligen Währungen auswirken sollten. Zum anderen kaum noch -, nicht mehr steigende oder bereits sinkende Leitzinsen, die zu rückläufigen Geld- und Kapitalmarktzinsen führen dürften und damit die Attraktivität eines Währungsraumes schmälern.

Unser Währungsausblick

Auf Basis unserer Prognosen ist der attraktivste Wechselkurs auf Sicht von drei Monaten die norwegische Krone, die auch auf den mittleren Horizont am besten abschneidet, dicht gefolgt vom Yen, der auch unseren Ausblick auf Jahresfrist anführt. Neben diesen Währungen bieten nur noch tschechische und schwedische Krone durchweg Aufwertungspotenzial zum Euro. Zu den stärksten Wechselkursverlusten sollte es bei den Schwellenländerwährungen Peso, Rand und vor allem bei der Lira kommen.

AUF KURZE UND MITTLERE FRIST NOK VORN – LÄNGERFRISTIG IST DER YEN INTERESSANT
ERWARTETE WECHSELKURSVERÄNDERUNG ZUM EURO IN PROZENT

	JPY	NOK	AUD	CZK	HUF	SEK	NZD	PLN	GBP	CAD	CNY	BRL	CHF	USD	MXN	ZAR	TRY
in 3M	2,6	3,2	-0,2	1,0	0,0	0,4	-2,1	-2,9	-0,1	-1,3	-3,9	-2,9	-1,9	-4,1	-2,8	-4,1	-10,8
in 6M	4,5	4,6	1,0	1,5	1,4	1,3	-0,6	-1,8	-1,3	-2,3	-4,3	-4,7	-2,9	-5,8	-7,1	-7,8	-12,4
in 12M	8,5	6,0	3,9	3,6	3,3	2,7	1,0	0,0	-0,1	-0,8	-3,0	-4,7	-4,8	-5,8	-8,2	-8,7	-17,8

Quelle: DZ BANK Research, Refinitiv

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
19.10.2023 14:26 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN **2**
EWU: Das Schlimmste dürfte hinter uns liegen 2
USA: Belastungsfaktoren nehmen zu 3
Japans Kampf gegen die Inflation: Geldpolitik wartet ab, Fiskalpolitik handelt 5
Großbritannien: Geldpolitik bewegt sich auf schmalem Grat 6
Schweiz: Eskalation im Nahen Osten bringt Safe-Haven-Franken zurück 7
Australien & Neuseeland: National Party gewinnt Parlamentswahlen 8
Kanada: Die Bank of Canada kann noch nicht sicher sein, dass die Inflation besiegt ist 10
Skandinavien: Notenbanken nahe an ihren Leitzinshochs 11

SCHWELLENLÄNDER **13**
Osteuropa: Geldpolitik und BIP-Zahlen für Q3 im Blick 13
Türkei & Südafrika: Viele Probleme, keine einfachen Lösungen 14
China: Notenbank flutet Finanzmarkt mit Liquidität 16
Brasilien & Mexiko: Geldpolitscher Weg nach unten bzw. seitwärts 17

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK **19**

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK **19**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN **23**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN **24**

I. IMPRESSUM **25**

Editor:
Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

Die nächste Ausgabe dieser Publikation mit dem Jahresausblick 2024 erscheint am 29. November.

DZ BANK Die Initiativbank

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Das Schlimmste dürfte hinter uns liegen

Euro leidet unter konjunktureller Schwäche

Den Euro belasten derzeit gleich zwei Faktoren: ein global starker US-Dollar und der schlechte Zustand der europäischen Wirtschaft. Ersteres haben wir bereits in unserem USD-Text behandelt, blicken wir also nun auf die Eurozone. Der Verlauf des EWU-Surprise Index (der Index misst Fundamentaldaten relativ zu den Markterwartungen) macht deutlich, dass die Daten aus der Eurozone bereits seit Mai immer wieder negative Überraschungen geliefert haben. Die deutlichsten Einbrüche waren im April/Mai und im August zu beobachten. Seither hat sich der Index wieder etwas erholen können, dies spiegelt allerdings keine Verbesserung der Lage wider, sondern lediglich die Tatsache, dass Ökonomen ihre Prognosen (nach unten) an den aktuellen Zustand der Wirtschaft angepasst haben.

Der Abbau spekulativer Long-Positionen hat die jüngste Korrektur zusätzlich befeuert

Dass der Euro in diesem Umfeld kämpft, kommt nicht ganz überraschend – auch wenn wir eingestehen, dass das Ausmaß der Korrektur, die im Tief bis 1,0450 USD lief, größer als erwartet war. Es steht zu vermuten, dass der Überhang spekulativer EUR-USD-Netto-Long-Positionen hier zum Tragen gekommen ist: Mitte Juli hatte dieser einen Umfang von fast 180.000 Kontrakten erreicht, aktuell weist er ein deutlich geringeres Volumen von 75.000 Kontrakten auf. Dies war sowohl einem Abbau existierender Long-Positionen als auch einem Aufbau neuer Short-Positionen geschuldet.

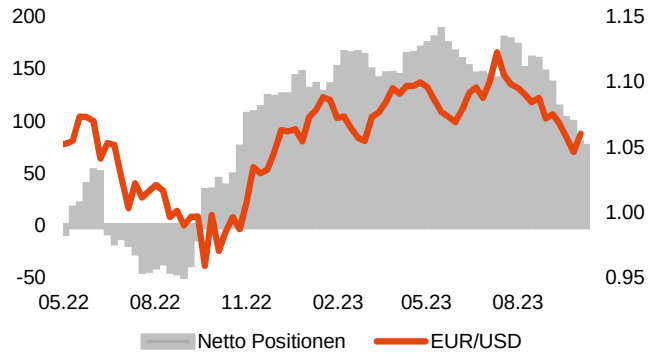
Spekulationen über EUR-USD-Parität möchten wir uns aktuell nicht anschließen

Wie bereits im Dollar-Text erwähnt, kursieren derzeit wieder Spekulationen, dass EUR-USD schon bald in Richtung der Parität marschieren könnte. Die schwache Wirtschaftsleistung der Eurozone, gepaart mit dem (noch) wesentlich besseren Zustand der US-Wirtschaft scheinen auf den ersten Blick gute Gründe für eine solche Prognose zu liefern. Beides ist jedoch in den aktuellen Kassakursen bereits gut abgebildet. Die Frage ist also, woher der zusätzliche Impuls für eine weitere Abwertung des Währungspaares kommen sollte.

EUROPÄISCHE WIRTSCHAFT ENTTÄUSCHT
EWU-SURPRISE INDEX

Quelle: Bloomberg

ABBAU SPEKULATIVER POSITIONEN BEFEUERT EUR-USD-KORREKTUR
LS: ANZAHL SPEKULATIVER KONTRAKTE (`000); RS: EUR-USD



Quelle: Bloomberg

Negatives Überraschungspotenzial in den USA; Moderate Verbesserung der Lage in der Eurozone

In den kommenden Wochen und Monaten erwarten wir eine spürbare Konjunkturabkühlung in den USA. In der Eurozone wird die Lage zunächst unerfreulich bleiben, dies birgt jedoch kaum noch Überraschungspotenzial (in unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass es ein „normaler“ Winter wird und uns zumindest von dieser Seite keine neuen unliebsamen Überraschungen bevorstehen). Im Gegenteil:

zu Beginn des neuen Jahres sollte sich eine moderate Erholung einstellen. In Kombination sollte dies ausreichen, um EUR-USD wieder etwas Rückenwind zu verschaffen.

Signifikante neue geldpolitische Impulse für den Euro erwarten wir nicht...

Auf neue geldpolitische Impulse kann der Euro hingegen nicht setzen. Die EZB hat die Tür für eine weitere Zinserhöhung zwar nicht vollkommen geschlossen, ein solcher Schritt erscheint zum jetzigen Zeitpunkt jedoch sehr unwahrscheinlich. Stattdessen dreht sich die geldpolitische Diskussion in der Eurozone nun um die Frage, wie die Zentralbank die massive Überschussliquidität reduzieren kann. Aus Sicht der Finanzmärkte ist dies eine wichtige Frage, insbesondere mit Blick auf die Anleihekaufprogramme der EZB. Die Reinvestitionen unter APP wurden bereits eingestellt, aktive Verkäufe aus dem Portfolio halten wir aus politischen Aspekten für sehr unwahrscheinlich, stattdessen liegt der Fokus nun auf dem Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). Die Pandemie ist lange vorbei und die aktuelle Forward Guidance der EZB, die besagt, dass die Reinvestitionen unter PEPP noch bis mindestens Ende 2024 weiterlaufen werden, ist nicht mehr im Einklang mit der restriktiven Politik der EZB. Die Erfahrungen aus den Anpassungen bei APP haben außerdem gezeigt, dass der Markt einen langsamen, gut kommunizierten Rückzug der Zentralbank durchaus verkraften kann. Das einzige Haar in der Suppe ist Italien, dessen aktuelle Fiskalpolitik Sorgenfalten aufwirft. Dennoch: wir gehen davon aus, dass die EZB auf absehbare Sicht ihre Forward Guidance für PEPP anpassen wird. Der Euro sollte dies durchaus wohlwollend zur Kenntnis nehmen, zu größeren Sprüngen dürfte es ihn aber kaum motivieren.

...wenngleich die aktuelle Diskussion über den weiteren Pfad der EZB-Politik spannend bleibt

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

USA: Belastungsfaktoren nehmen zu

Die Dollar-Bären sind in den frühzeitigen Winterschlaf gegangen, die Bullen übernehmen das Ruder

Es ist nicht allzu lange her, da drehte sich mit Blick auf den US-Dollar alles um die Frage, ob bzw. wann der Dollar seine Übermacht verlieren würde. Bilaterale Handelsabkommen zwischen Staaten, deren Ziel es ist, sich von der Abhängigkeit vom Dollar zu lösen, sorgten vor allem im Sommer für Schlagzeilen. Der immer wiederkehrende Streit um die US-Schuldenobergrenze aber auch das Ratingdowngrade durch Fitch befeuerten diese Debatte zusätzlich. Zumindest mit Blick auf die Bewegungen am US-Rentenmarkt ist letzteres sicherlich auch weiterhin ein wichtiges Thema. Was den Dollar betrifft, so hat sich der Tenor der Diskussion jedoch radikal gewandelt. Aktuell ist sogar schon wieder von ersten EUR-USD-Paritätsprognosen zu lesen.

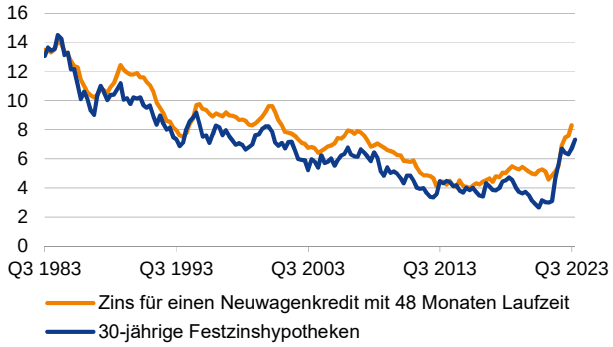
US-Konjunkturoptimismus gepaart mit einer schwächeren Entwicklung in Europa hat EUR-USD zugesetzt

Diese basieren vor allem auf der Annahme, dass der lang erwartete, bislang jedoch nicht eingetroffene, deutliche Abschwung der US-Wirtschaft (inkl. rezessiver Tendenzen) so nicht mehr eintreten wird. Immer wieder sahen sich Ökonomen in diesem Jahr genötigt ihre Prognosen nach oben zu revidieren. Mittlerweile geht der Konsens davon aus, dass die Wirtschaftsleistung ab dem vierten Quartal 2023 zwar nachlassen wird, jedoch weiterhin positiv bleibt. Das aufgehellte Bild für die USA, in Kombination mit der aktuellen Schwäche der Eurozone, hat den USD deutlich gestärkt. Dass dies zunehmend zu (zum Teil aggressiven) Prognoserevisionen führt, ist nicht verwunderlich. Dem anschließen wollen wir uns dennoch nicht.

US WIRTSCHAFT GELINGT EINE (POSITIVE) ÜBERRASCHUNG NACH DER ANDEREN
US-SURPRISE-INDEX

Quelle: Bloomberg

ABER DIE BELASTUNGSFAKTOREN NEHMEN ZU: HOHE ZINSEN HABEN IHREN PREIS
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Refinitiv

Es ist nicht zu bestreiten, dass sich die US-Wirtschaft wesentlich besser behauptet hat, als irgendjemand zu hoffen gewagt hatte. Zu Anfang des Jahres hatte der Konsens eine US-Wachstumsprognose von 0,3% (J/J) für das Gesamtjahr veranschlagt. Aktuell liegt diese Prognose bei 2,1%. Insbesondere der Arbeitsmarkt hat mit seiner Resilienz überrascht. Aber die wirtschaftliche Stärke der USA hat auch dazu geführt, dass die Fed ihren Leitzins immer höher schrauben musste und die hohen Zinsen werden nun immer mehr zu einem echten Belastungsfaktor für die Wirtschaft. Nach einem überraschend starken dritten Quartal wird sich das Bild im nun laufenden vierten Quartal deutlich eintrüben.

Doch die Belastungsfaktoren für die US-Wirtschaft mehren sich und werden im vierten Quartal für deutlich schwächeres Wachstum sorgen

Für den Dollar wird diese Entwicklung eine Belastungsprobe sein. Vielleicht vermag er kurzfristig von einer letzten Zinserhöhung der Fed, die wir für November erwarten, profitieren. Angesichts der sich dann jedoch immer deutlicher zeigenden wirtschaftlichen Verlangsamung sollte dies allenfalls temporär sein. Kippt die Stimmung einmal, wird auch die Diskussion über den Zeitpunkt erster Zinssenkungen wieder an Fahrt gewinnen. Zwar preist der Markt erste Zinssenkungen ab Mitte des kommenden Jahres bereits ein, jedoch finden diese Erwartungen vor dem Hintergrund des derzeitigen Konjunkturoptimismus wenig Beachtung. All dies dürfte den Dollar auf breiter Front belasten.

Der Dollar wird erneut unter Druck kommen

Das größte Risiko für unsere Prognose stellt derzeit sicherlich die Lage im Mittleren Osten dar. Solange sich der Konflikt auf Israel beschränkt, sind die Finanzmarktauswirkungen überschaubar (was zuletzt ja bereits zu beobachten war). Eine Ausdehnung des Konflikts würde jedoch ein wesentlich größeres Risiko darstellen. Rating hin oder her, die USA sind im Besitz des größten, liquidesten und sichersten Anleihenmarkt der Welt. Eine Flucht in Sichere Häfen würde unweigerlich auch dem Dollar zugutekommen. Zumal die USA auch besser aufgestellt wären, um mit einem potenziell deutlichen Anstieg des Ölpreises klarzukommen.

Die aktuellen geopolitischen Krisen bergen fraglos die größten Risiken für unsere Prognose

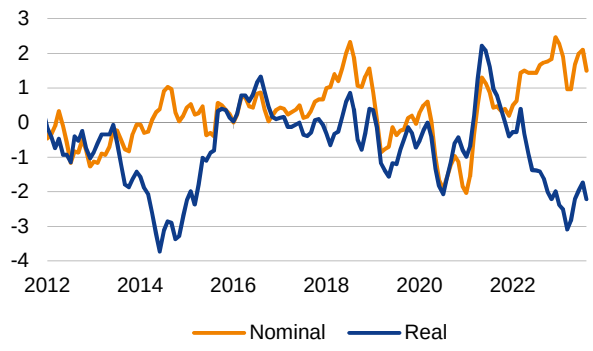
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

Japans Kampf gegen die Inflation: Geldpolitik wartet ab, Fiskalpolitik handelt

Regierung plant Verlängerung der Energiehilfen

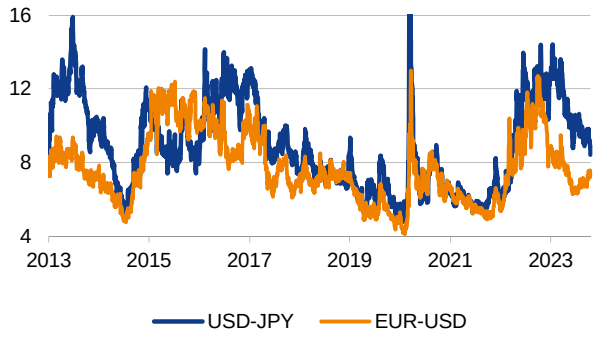
Japans Wirtschaft steht auch weiterhin unter dem Eindruck stetig steigender Preise. Die berüchtigten Basiseffekte lassen die Inflation in der Gesamtrate zwar wieder zurückgehen, die widerspenstige Kernrate (ohne Energie und Lebensmittel) unterstreicht aber immer wieder die Existenz von Zweitrundeneffekten. Die nächste Gelegenheit für eine Bestandsaufnahme erhält die Bank von Japan am Freitag in Form der September-CPI-Daten. Während die Geldpolitik sich auf Abwarten und Beobachten beschränkt, stemmt sich die Fiskalpolitik schon länger aktiv gegen die Inflation. Bereits vor gut einem Jahr hatte die Regierung als Teil eines Hilfspakets diverse Energie-Subventionen eingeführt. Offenbar plant das Kabinett Kishida in Kürze eine erneute Verlängerung der Hilfszahlungen bis mindestens März 2024, nachdem es bereits im August einen Fristaufschub bis Ende 2023 gegeben hatte. Dabei geht es nicht nur darum, die niedrigen Beliebtheitswerte in der Bevölkerung durch eine kleine Finanzspritze zu verbessern; es wird auch gemutmaßt, dass Kishida die Lohnentwicklung beeinflussen will. Indem die Belastung japanischer Unternehmen durch Energiekosten abgefedert wird, soll die Dynamik bei den Lohnverhandlungen aufrechterhalten werden, so die Idee.

LOHNENTWICKLUNG ALS SCHLÜSSEL ZUR GELDPOLITIK
CASH EARNINGS (J/J), IN %, 3M GLÄTTUNG



Quelle: Refinitiv

SIND DAS KORREKTURBEDÜRFTIGE FX-SCHWANKUNGEN?
IMPLIZITE VOLATILITÄTEN (3M, ATM), IN%



Quelle: Refinitiv

Interventionen eigentlich nicht gerechtfertigt, aber dennoch wahrscheinlich

Auf der Suche nach dem rettenden Strohhalm sollte sich der angeschlagene Yen einen Blick auf die BoJ-Projektionen am 31. Oktober gönnen. Eine signifikante Anhebung des Inflationsausblicks für das kommende Fiskaljahr wäre ein wichtiger Hinweis, dass Ueda & Co die Nachhaltigkeit des Preisdrucks zu akzeptieren beginnen. Im Übrigen dreht sich alles um mögliche Interventionen des Finanzministeriums. Die verbale Drohkulisse war in den letzten Tagen stark genug, um ein erneutes Überscheiten der wichtigen 150er Marke in USD-JPY zu verhindern, eine dauerhafte Lösung kann sie aber nicht sein. Solange die Bank von Japan an ihrem expansiven Kurs festhält, sind FX-Interventionen nicht glaubhaft. (Anfang Oktober hatte die BoJ erstmals seit März wieder ETFs gekauft, um den strauchelnden Aktienmarkt zu stabilisieren. Am Rentenmarkt hatte der unerwünschte Zinsanstieg massive JGB-Käufe der Notenbank außerhalb des regulären Turnus ausgelöst.) Die Liquiditätsschleusen stehen weit offen und rechtfertigen fundamental die Yen-Schwäche. Damit stünden Interventionen im Widerspruch zur G10-Vereinbarung, die Markteingriffe legitimiert, sofern eine fundamentale Fehlbewertung vorliegt. Das andere G10-Kriterium sind übermäßige Wechselkursschwankungen. Der Yen hat zwar seit Jahresanfang massiv abgewertet, allerdings in Form eines klaren Trends und nicht als korrekturwürdige, plötzliche Schwankung. Die implizite

Volatilität am Optionsmarkt zeigt auch keine auffällig erhöhten Werte. In USD-JPY liegt sie aktuell bei 8,5% (3M, ATM). Das ist zwar etwas mehr als in EUR-USD mit rund 7,5%, aber deutlich weniger als noch im März in USD-JPY aufgerufen wurde (13,6%). Der Wunsch des Finanzministeriums nach einem Ende der Yen-Abwertung ist zwar unüberhörbar, fundamental gerechtfertigt wird er damit noch lange nicht. Von einem Eingriff abhalten dürfte dies die Währungsoffiziellen jedoch kaum.

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

Großbritannien: Geldpolitik bewegt sich auf schmalem Grat

Märkte warten gespannt auf Konjunkturdaten: War die Zinspause der BoE im September gerechtfertigt?

Für die Finanzmärkte kam die Entscheidung der Bank of England im September den Leitzins bei 5,25% zu belassen überraschend. Daher warten nun die BoE und die Finanzmärkte mit Spannung auf die Veröffentlichung der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten in den kommenden Monaten. Lag die Zentralbank mit ihrer optimistischen Einschätzung der Inflationsentwicklung richtig – dann haben wir den Hochpunkt im Zinserhöhungszyklus bereits erreicht. Andernfalls ist noch mit mindestens einem Zinsschritt um weitere 25 Basispunkte vor Weihnachten zu rechnen.

Inflation zwar rückläufig, aber immer noch weit über dem Zielwert

Was die Teuerung betrifft, so sind die Verbraucherpreise zwar seit einem Jahr rückläufig, aber immer noch weit vom Zwei-Prozent-Ziel entfernt. Nach Prognosen der DZ BANK wird die jährliche Inflationsrate auch Ende 2024 mit 2,5% immer noch deutlich über dem Zielwert liegen. Auch die Inflationserwartungen dürften der Bank of England Grund zur Sorge bereiten. Mit einer Rückkehr zum Zielniveau ist weder auf Ein- noch auf Zweijahressicht zu rechnen. Je länger sowohl die Teuerungsrate als auch die Inflationserwartungen auf (relativ) hohen Niveaus verharren, desto größer ist die Gefahr, dass sich die sogenannte Inflationspsychologie in den Köpfen der Verbraucher festsetzt und so zu problematischen Zweitrundeneffekten führt.

Auch Inflationserwartungen noch zu hoch

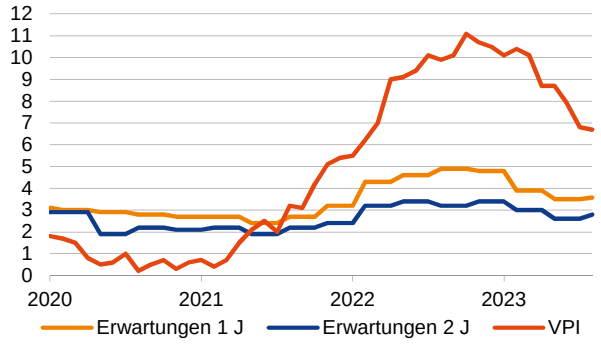
Arbeitsmarkt – insbesondere Lohnerhöhungen – Risiko für weitere Inflationsentwicklung

Auch der angespannte Arbeitsmarkt gibt der BoE weiterhin Grund zur Sorge. Es gibt allerdings bereits Hinweise darauf, dass sich die Situation entspannt: Die Arbeitslosenrate ist von ihrem Tiefpunkt von 3,5% im August 2022 mittlerweile auf 4,3% gestiegen, liegt damit aber immer noch deutlich unter dem 20-Jahres-Durchschnitt von 5,6%. Auch die Vakanzquote, also das Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen, ist gesunken, liegt aber immer noch höher als vor der Pandemie. Die größte Sorge macht den geldpolitischen Entscheidungsträgern wohl das Tempo der Lohnerhöhungen: Die Löhne steigen schneller als die Inflation und das seit Jahresbeginn. Sollte sich in diesem Herbst abzeichnen, dass die Lohnerhöhungen auf die Kerninflationsrate durchschlagen, so wird der BoE kaum etwas anderes übrigbleiben als die Zinsen im November oder Dezember um weitere 25 Basispunkte anzuheben.

Trotz Risiken voraussichtlich keine weitere Zinserhöhung

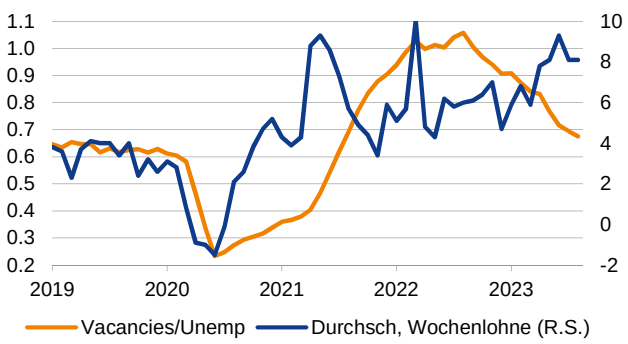
Nach Einschätzung der DZ BANK wird es jedoch nicht dazu kommen. Andere Datenreihen (wie die Einkaufsmanagerindizes) legen nahe, dass die Konjunktur in den Wintermonaten an Dynamik verlieren wird. Dies würde zu einer Entspannung am Arbeitsmarkt und einem Nachlassen des Inflationsdrucks beitragen. Das ist jedoch keine ausgemachte Sache und – wie im Vorjahr zu beobachten war – könnten externe Schocks (Beispiel: Energiepreise) die Inflation in die Höhe treiben.

INFLATION SEIT IHREM HÖCHSTEN STAND DEUTLICH RÜCKLÄUFIG, DOCH INFLATIONSERWARTUNGEN REAGIEREN WENIGER SENSITIV AUF DAS DREHEN AN DER ZINSSCHRAUBE
IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

SINKENDE VAKANZQUOTE DEUTET AUF SCHWÄCHEREN ARBEITSMARKT HIN, DOCH LOHNZUWÄCHSE PROBLEMATISCH
WÖCHENTLICHE DURCHSCHNITTSEINKOMMEN IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Anfang 2023 profitierte das Pfund noch von der Markterwartung deutlich höherer Zinsen. Diese Erwartung ist inzwischen verpufft, und darin liegt ein maßgeblicher Grund für das Schwächeln der britischen Währung in den letzten Monaten. Die Erwartungen für 2024 sind nun zwar weitaus realistischer, doch wird das Pfund nur mit Mühe gegenüber US-Dollar und Euro zulegen, solange die Lage der britischen Wirtschaft grundsätzlich düster bleibt. Das dürfte bis ins neue Jahr hinein so bleiben. Im Ergebnis werden die Devisenmarktbewegungen der Währungspaare weniger vom Sterling als von USD beziehungsweise EUR bestimmt werden.

Ohne Aussicht auf höhere Zinsen und ohne starke Rahmendaten wird das Pfund kaum zulegen können

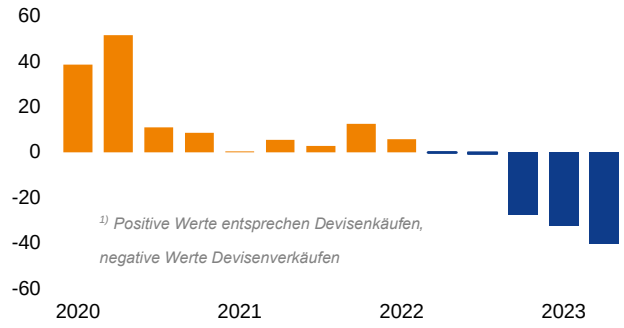
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Eskalation im Nahen Osten bringt Safe-Haven-Franken zurück

Nachdem der Schweizer Franken seine Stärke in den letzten Quartalen aus der restriktiven Zins- und Währungspolitik der SNB ziehen konnte, meldet er sich jetzt als Sicherer Hafen zurück. Auch wenn es angesichts der schockierenden Meldungen aus Nahost schwerfällt, von „Gewinnern“ zu sprechen, müssen wir dem Schweizer Franken Kursgewinne attestieren. Die geldpolitischen Zweifel nach der SNB-Zinspause im September und die EUR-CHF-Erholung bis 0,97 CHF sind vergessen, stattdessen pendelt das Währungspaar aktuell um 0,95 CHF. Eine weitere Verschärfung der geopolitischen Lage (beispielsweise der Start der israelischen Bodenoffensive in Gaza) dürfte der Alpenwährung neuen Zuspruch bescheren und EUR-CHF mindestens bis auf die historischen Tiefs vom September 2022 bei 0,9409 CHF nachgeben lassen. Bei einer schärferen Eskalation ist auch ein dynamisches Unterschreiten dieser Marke nicht ausgeschlossen, da man anders als bei den Krisen früherer Jahre nicht mit Gegenwehr der SNB rechnen muss.

Sicherer Hafen lässt SNB-Zinspause vergessen

SNB VERKAUFT MASSIV RESERVEN IM KAMPF GEGEN INFLATION
DEVISENGESCHÄFTE[1] DER SNB PRO QUARTAL, IN MRD. CHF



Quelle: SNB

ESKALATION IM NAHOST-KONFLIKT BRINGT TIEFS IN REICHWEITE
EUR-CHF

Quelle: Refinitiv

SNB interveniert im Rekordvolumen

Seit Jahrzehnten gehört die Schweizerische Nationalbank weltweit zu denjenigen mit der aktivsten Währungspolitik. Nachdem es lange um Fremdwährungs-Käufe und den Kampf *gegen* eine unerwünschte Franken-Aufwertung ging, hat der Inflationsschub im letzten Jahr zu einem Umdenken geführt. Seitdem sind Interventionen *zugunsten* einer Stärkung des Schweizer Frankens zentraler Bestandteil des erfolgreichen SNB-Kampfs gegen die (importierte) Inflation. Wie ernst die Notenbank es damit meint, unterstreichen handfeste Zahlen: Im zweiten Quartal hat die SNB Devisen im Rekordwert von 40,3 Mrd. CHF verkauft. Zusammen mit den beiden Vorquartalen (27,3 Mrd. CHF in Q4/22 und 32,2 Mrd. CHF in Q1/23) kommen wir damit auf ein Gesamtvolumen von knapp 100 Mrd. CHF im Rahmen des neuen währungspolitischen Regimes.

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

Australien & Neuseeland: National Party gewinnt Parlamentswahlen

National Party gewinnt Parlamentswahlen, Luxon ist allerdings evtl. auf Stimmen von NZ First angewiesen

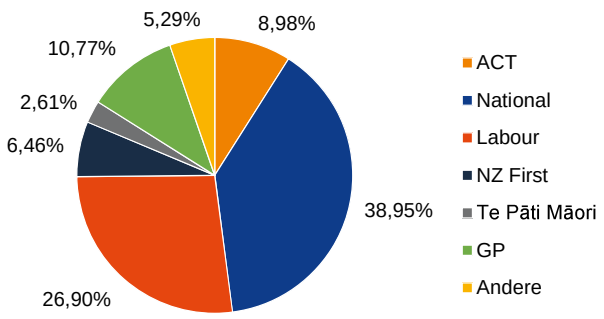
Die konservative National Party unter der Führung des früheren CEO der Air New Zealand, Christopher Luxon, geht nach vorläufigen Ergebnissen als deutlicher Sieger aus den Parlamentswahlen hervor. Während die National Party auf knapp 39% der Stimmen kommt, erreichte die Labour Party des bisherigen Premierministers, Chris Hipkins, lediglich 27% der Stimmen. Zwar würde die National Party in einer Koalition mit der rechtsliberalen ACT auf genau 61 Sitze kommen und damit die erforderliche absolute Mehrheit erreichen, doch werden bis zur Verkündung des offiziellen Wahlergebnisses am 3. November noch die Übersee- und andere Sonderstimmen ausgezählt, die ca. 20% der gesamten Stimmenanzahl ausmachen. In der Vergangenheit haben die konservativen Parteien in Neuseeland mindestens einen Sitz nach Auszählung dieser Stimmen verloren, wodurch Luxon vermutlich auf die Stimmen der populistischen NZ First angewiesen sein dürfte. Der neuseeländische Dollar konnte als erste Reaktion auf den Wahlausgang leicht zulegen.

Deutlich rückläufige Inflation in Q3 führt zu niedrigeren Zinserhöhungsspekulationen

Die Freude beim Kiwi hielt allerdings nicht lange, denn Anfang der Woche kamen die neuesten Inflationszahlen für das dritte Quartal heraus. Die Headline-Rate sank von zuvor 6,0% auf nun 5,6% (jeweils J/J) und damit stärker als vom Konsens (5,9%) und der RBNZ (6,0%) erwartet. Die Inflationsbekämpfung scheint für die RBNZ jedenfalls äußerst gut zulaufen und damit im Widerspruch zum „higher for longer“-

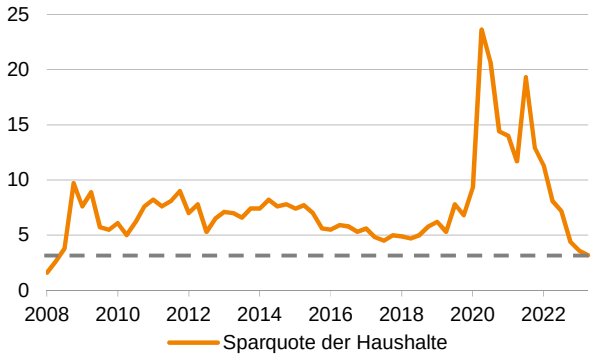
Narrativ zu stehen, was sie nach der Zinsentscheidung Anfang Oktober skandiert hatte. Dementsprechend folgte auch eine Korrektur am Geldmarkt: während vor der Veröffentlichung für die April-Sitzung der Notenbank im kommenden Jahr ein weiterer Zinsschritt fast vollständig in den OIS-Forwards eingepreist war, war die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung nach der Bekanntgabe geringer als 50%. Angesichts fehlender inländischer Impulse dürfte der Kiwi-Dollar auf kurze Sicht überwiegend seitwärts tendieren, könnte gegenüber dem US-Dollar durch einen finalen Fed-Zinsschritt noch einmal unter Druck geraten. Mittel- bis langfristig dürfte NZD-USD aber aufgrund der von uns unterstellten abkühlenden US-Konjunktur und früherer Zinssenkungen seitens der Fed zunehmend aufwärtstendieren und wieder Richtung 0,62-0,63 USD schielen.

NZ: KONSERVATIVE NATIONAL PARTY GEWINNT PARLAMENTSWAHLEN; OFFIZIELLES WAHLERGEBNIS AM 3. NOVEMBER
VORLÄUFIGE WAHLERGEBNISSE, JEWEILS IN %



Quelle: Electoral Commission (New Zealand)

AU: AUSTRALISCHE HAUSHALTE SCHEINEN IHRE ERSPARNISSE AUS DER CORONA-PANDEMIE AUFGEBRAUCHT ZU HABEN
QUOTIENT AUS ERSPARNISSEN UND BRUTTOEINKOMMEN, IN %



Quelle: Bloomberg

In Australien sorgte Michele Bullock bei ihrer ersten Zinsentscheidung als neue RBA-Gouverneurin auf den ersten Blick für keine große Überraschung – die australische Notenbank ließ auch im Oktober zum vierten Mal in Folge das Cash Rate Target unberührt bei 4,10%. Dass sie trotz der zuletzt gestiegenen Inflation – aufgrund des Ölpreisanstiegs beschleunigte die Headline-Teuerungsrate im August von zuvor 4,9% auf 5,2% (jeweils J/J) – an der Erreichung des Inflationsziel von 2-3% Ende 2025 festhielt, führte bei einigen Marktteilnehmern allerdings zu einer dovishen Interpretation der geldpolitischen Aussichten. Während am Geldmarkt vor der RBA-Sitzung noch 30 Basispunkte an Zinserhöhungen eingepreist waren, waren es zwischenzeitlich nur noch knapp zehn Basispunkte. Das auf der anderen Seite hawkishe Protokoll der Sitzung sorgte diese Woche dann allerdings für eine 180-Grad-Wende: die Entscheidung gegen eine Zinserhöhung war knapper als zunächst vermutet und vor allem die Aussage, *„das Board hat eine geringe Toleranz für eine langsamere Rückkehr der Inflation auf das Zielniveau als bisher erwartet“*, ließ Zinserhöhungsspekulationen in den Cash Rate Futures wieder aufkeimen. Höhere Inflationserwartungen der Verbraucher im Oktober von 4,8% (J/J) im Vergleich von zuvor 4,6% (J/J) im Vormonat dürften die australischen Währungshüter daher nicht unbeeindruckt zur Kenntnis genommen haben. Und sollten die Q3-Inflationsdaten, welche noch vor der kommenden Notenbanksitzung erscheinen werden, nicht die von der RBA gewünschte disinflationäre Tendenz aufweisen (bis Ende September hielt der Preisanstieg von Rohöl schließlich an), könnte dies im November nicht nur zu einer Aufwärtsrevision bei den neuen Inflationsprojektionen führen.

Reserve Bank of Australia (RBA) lässt auch im Oktober ihren Leitzins unberührt bei 4,10%

Hawkishe RBA-Minutes lassen marktseitige Zinserwartungen wieder steigen

Q3-Inflationsdaten im Fokus der Notenbanker

Wir gehen dennoch nicht von einer Wiederaufnahme des Straffungszyklus aus, denn das restriktive Zinsniveau belastet zunehmend vor allem die Haushalte: der private Konsum fiel bereits in den ersten beiden Quartalen schwach aus und die Aussichten sind u.a. aufgrund der mit 3,2% geringsten Sparquote der Haushalte seit 2008 sowie Anzeichen eines sich abkühlenden Arbeitsmarktes eher trüb. Fest steht aber: solange die RBA ihren Erhöhungszyklus noch nicht offiziell beendet hat, dürfte dies unterstützend auf den „Aussie" wirken. Auch der australische Dollar könnte gegenüber dem Greenback durch eine finale Straffung der Fed kurzfristig noch mal leiden; im kommenden Jahr dürfte AUD-USD ähnlich wie NZD-USD aber vor allem aufgrund einer zu erwartenden USD-Schwäche sowie beachtlicher Konjunkturaussichten in „Down Under" für 2024 wieder Richtung der Marke von 0,70 USD tendieren.

RBA dürfte jedoch nicht weiter an der Zinsschraube drehen, denn …

… die niedrigste Sparquote seit 2008 sowie Abkühlungstendenzen am Arbeitsmarkt sorgen für trübe Aussichten beim privaten Konsum

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

Kanada: Die Bank of Canada kann noch nicht sicher sein, dass die Inflation besiegt ist

Nach rund 18 Monaten im Straffungsmodus wird es für die Bank of Canada künftig schwieriger, ihren geldpolitischen Kurs zu bestimmen. Das Ziel besteht weiterhin darin, die Inflation so schnell wie möglich dauerhaft in den Zielkorridor von 1 bis 3% zurückzuführen, ohne die Konjunktur zu bremsen. In den kommenden Monaten dürfte sich zeigen, wie schwierig diese Aufgabe ist.

Geldpolitik der Bank of Canada gestaltet sich künftig schwieriger

Was die Konjunktur angeht, so sind die Einkaufsmanagerindizes seit etwas mehr als einem Jahr rückläufig. Der Pessimismus dieser Frühindikatoren spiegelt sich auch in rückläufigen Konjunkturdaten wie Einzelhandelsumsätze und Industrieaufträge wider. Dies würde dafür sprechen, dass die Bank of Canada ihre Zinspolitik im Herbst und Winter unverändert beibehält. Allerdings hat sie auch die Inflation sehr genau im Blick. Die Gesamtrate ist seit Juni 2022 rückläufig und wird trotz des jüngsten energiepreisbedingten Anstiegs bis ins Jahr 2024 weiter sinken. Die DZ BANK prognostiziert für das kommende Jahr eine durchschnittliche jährliche Inflationsrate von 3%, was am oberen Rand des Zielkorridors liegt. Die Kernrate hat sich allerdings als hartnäckig erwiesen und ist im Laufe des Jahres 2023 nur von 6,1% J/J auf 4,4% J/J gesunken. Dies deutet darauf hin, dass die Geldpolitik noch viele Monate lang restriktiv bleiben muss, um die Inflation zumindest in den mittleren Bereich des Zielkorridors zurückzuführen. Erschwert wird dies durch den robusten Arbeitsmarkt, wo die Arbeitslosigkeit immer noch auf einem relativ niedrigen Niveau von 5,5% liegt und die durchschnittlichen Stundenlöhne der Festangestellten in den letzten drei Monaten im Jahresvergleich um etwas mehr als 5% gestiegen sind. Dies ist kaum mit dem Ziel einer niedrigen stabilen Inflation in naher Zukunft vereinbar.

Frühindikatoren und Konjunkturdaten deuten auf schwächeres Wachstum hin

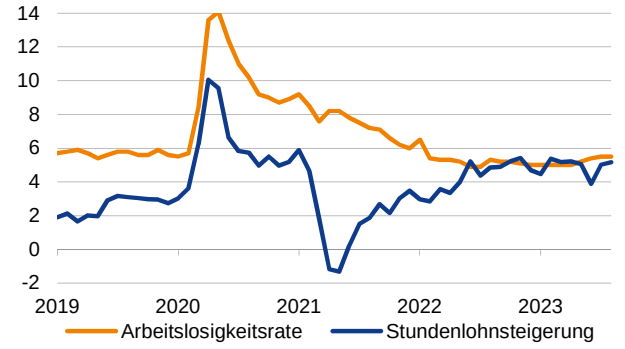
Inflation zwar rückläufig, aber weiter hartnäckig

Starker Arbeitsmarkt erschwert der BoC den Kampf gegen die Inflation

In dieser Lage bleibt der Bank of Canada kaum etwas anderes übrig, als die Wirtschaftsdaten genau zu beobachten und ihre Geldpolitik zunächst auf Eis zu legen, um die volle Wirkung des Zinserhöhungszyklus abzuwarten. Die BoC hat allerdings klar zu verstehen gegeben, dass sie die Zinsen noch einmal anheben wird, wenn sie dies aufgrund der Inflationsaussichten für erforderlich hält.

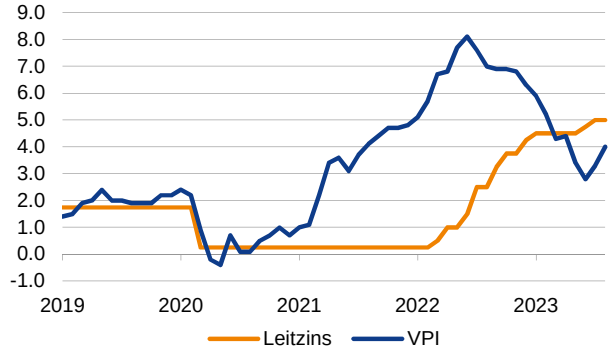
Kanadische Geldpolitik ist abhängig von der Datenlage, doch besteht das Risiko einer weiteren Straffung - falls dies gerechtfertigt erscheint

TROTZ STRAFFUNG LIEGT DIE ARBEITSLOSIGKEIT IMMER NOCH BEI NUR 5,5%, UND DIE STUNDENLÖHNE STEIGEN UM RUND 5% J/J
ARBEITSLOSIGKEIT IN %, VERÄNDERUNG STUNDENLÖHNE IN % J/J



Quelle: Bloomberg

DIE GESAMTINFLATION IST ZULETZT WEGEN DER ENERGIEPREISE GESTIEGEN, ABER DIE BOC WIRD EHER DEN TREND IM BLICK HABEN
IN %



Quelle: Bloomberg

Für den kanadischen Dollar gilt, dass die BoC die Inflation zwar weiterhin entschlossen bekämpfen wird und die Geldpolitik noch viele Monate lang restriktiv bleiben dürfte, aber ob der Loonie zulegen kann, wird eher von der Geldpolitik in den USA und der Eurozone sowie aktuell von geopolitischen Risiken abhängen. Solange nicht völlig klar ist, dass sowohl die Fed als auch die EZB das Ende ihres Zinserhöhungszyklus erreicht haben (was bei der EZB höchstwahrscheinlich bereits der Fall ist), wird sich der kanadische Dollar wahrscheinlich innerhalb der Bandbreiten bewegen, die sich in diesem Jahr bereits herausgebildet haben.

Der Kurs des CAD dürfte sich innerhalb der Bandbreiten des Jahres 2023 bewegen

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

Skandinavien: Notenbanken nahe an ihren Leitzinshochs

Am 21. September haben Riksbank und Norges Bank die Leitzinsen angehoben und dürften nun kurz vor dem Ende ihrer Straffungszyklen angelangt sein. Die neuen Projektionen beider Zentralbanken deuten darauf hin, dass sie die Zinsen wahrscheinlich noch einmal anheben werden. Die beiden Zinserhöhungen um 25 Basispunkte, auf 4,0% in Schweden und 4,25% in Norwegen, verliefen wie erwartet, spannender war dagegen wie die aktuellen Leitlinien und Zinsprojektionen aussehen würden. Die Botschaft der Riksbank hatte einen restriktiven Tenor. In der Erklärung wurde festgestellt, dass "der Inflationsdruck immer noch zu hoch ist", und der Wechselkurs wurde als "ungerechtfertigt schwach" bezeichnet. Ihre Leitzinsprojektionen hat die Riksbank nur marginal angehoben, auf einen Höchststand von 4,1% im nächsten Jahr. Die geldpolitischen Entscheidungsträger sind also nicht voll und ganz auf eine weitere Zinserhöhung festgelegt. Wir gehen aber dennoch davon aus, dass die Riksbank die Zinsen im November ein letztes Mal in diesem Zyklus um 25 Basispunkte anheben wird. Schwedens Notenbank hat ab dem 25. September Maßnahmen eingeleitet, um die Krone zu stützen, indem sie innerhalb eines Zeitraums von vier bis sechs Monaten rund ein Viertel ihrer Devisenreserven – acht Mrd. USD und zwei Mrd. EUR – verkaufen wird und Kronen kauft. In der Erklärung hieß es, dass diese Maßnahme darauf abzielt, die Verluste der Riksbank im Falle einer Aufwertung der Krone zu begrenzen und keinen geldpolitischen Zweck hat. Aber angesichts der Besorgnis der Notenbank-Oberen über den Wechselkurs werden sie sicherlich hoffen, dass sich dieser Schritt auf die Währung auswirken könnte. Und tatsächlich: die

Schwedische und norwegische Leitzinsen dürften in diesem Jahr noch um jeweils 25 Basispunkte angehoben werden

Riksbank startet Abbau von Devisenreserven

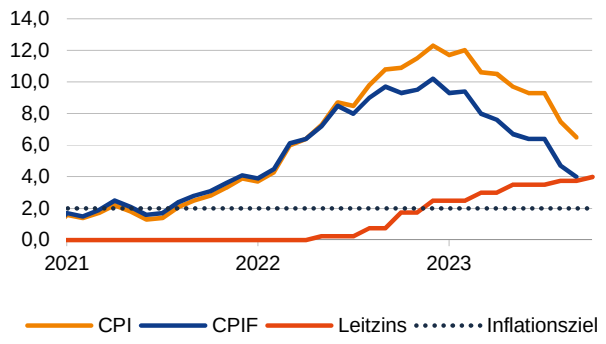
Krone konnte seit dem Start dieser Maßnahme 2,5% zum Euro zulegen. Die Inflation in Schweden ist rückläufig. Der Anstieg der Energie- und Lebensmittelpreise hat sich deutlich verlangsamt, dennoch ist der Inflationsdruck immer noch zu hoch. Nach Einschätzung der Riksbank dürfte der CPIF-Index (Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz) im kommenden Jahr mit 2,5% (J/J) dem Zwei-Prozent-Zielwert der Notenbank recht nahekommen.

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

Die Rahmenbedingungen für Schwedens Krone bleiben vorerst schwierig. Zumal der Währungsraum durch die deutlich zusammengeschmolzenen Renditeaufschläge zur Eurozone an Attraktivität verloren hat. Der Renditeaufschlag zehnjähriger schwedischer Staatsanleihen zur 10J-Bundesanleihe liegt aktuell bei gerade mal rund 20 Basispunkten. Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, besteht für Schwedens Währung mittelfristig weiteres Erholungspotenzial. Zudem gehen wir davon aus, dass sich neben dem CPIF-Index auch die allgemeine Inflationsrate (CPI) im kommenden Jahr auf 3,0% (J/J) deutlich abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,25 SEK.

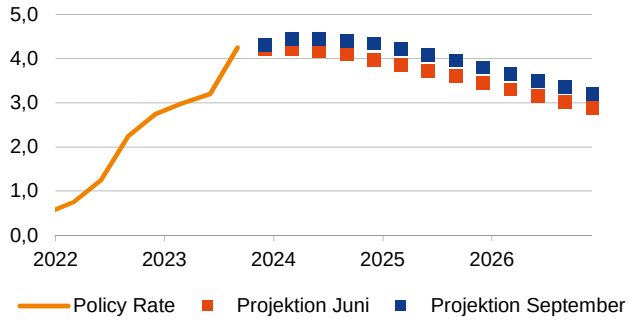
EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei der Marke von 11,25 SEK erwartet

SCHWEDEN: INFLATION IM ABWÄRTSTREND
ALLE WERTE IN PROZENT, CPI UND CPIF J/J



Quelle: Refinitiv, Riksbank

NORGES BANK AVISIERT WEITERE ANHEBUNG UM 25 BASISPUNKTE
IN PROZENT



Quelle: Refinitiv, Norges Bank

Die neuen Projektionen der Norges Bank sind restriktiver ausgefallen als erwartet. Wir waren davon ausgegangen, dass die September-Anhebung die letzte in diesem Zyklus sein würde, aber in der Pressemitteilung hieß es, dass es wahrscheinlich eine weitere Leitzinserhöhung geben wird, höchstwahrscheinlich im Dezember. Die Zinsprojektion wurde angehoben, der Leitzins soll nun einen Höchststand von 4,5% erreichen. Es ist somit zu erwarten, dass im November, aber spätestens im Dezember, eine abschließende Zinserhöhung um 25 Basispunkte vorgenommen wird.

In Norwegen steht wohl noch eine weitere Leitzinsanhebung bevor

Auch in Norwegen sollte sich der Preisniveauanstieg im kommenden Jahr merklich verringern und die Jahresinflationsrate auf 2,9% sinken. Somit dürfte der Preisdruck schneller abnehmen, als es die Prognosen der Norges Bank zeigen (4,8% J/J). Die Spreadentwicklung, bei der wir von einer weiteren Ausweitung ausgehen, sollte sich positiv auf die Krone auswirken. Kaum noch profitieren dürfte Norwegens Währung dagegen von der weiteren Rohölpreisentwicklung – wir halten auf Sicht von zwölf Monaten Notierungen um 95 USD pro Barrel für wahrscheinlich. Ferner dürfte die weiterhin restriktive Ausrichtung der Norges Bank der Krone zugutekommen. Wir gehen auf Jahresfrist bei EUR-NOK von Niveaus um 10,95 NOK aus.

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

EUR-NOK: Auf Jahresfrist Notierungen um 10,95 NOK wahrscheinlich

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitik und BIP-Zahlen für Q3 im Blick

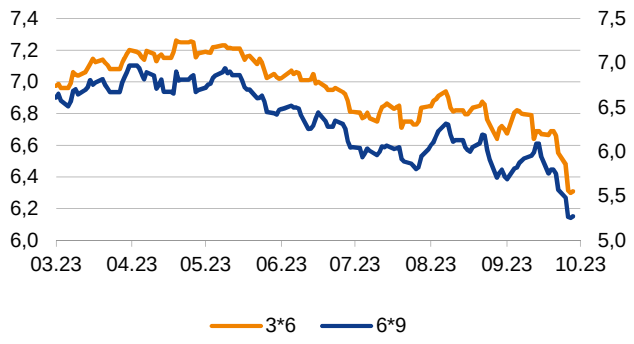
Nationalkonservative PiS-Partei weiterhin stärkste politische Kraft in Polen aber Opposition gewinnt

Bei den polnischen Parlamentswahlen konnte die nationalkonservative Regierungspartei, Recht und Gerechtigkeit (PiS), unter dem Vorsitz von Jaroslaw Kaczynski mit 35% zwar erwartungsgemäß die meisten Stimmen auf sich vereinen. Allerdings musste sie gegenüber der Wahl von 2019 Federn lassen und hat die absolute Mehrheit verfehlt. Zweitplatzierte ist mit 31% der Stimmen die oppositionelle Bürgerplattform, die von dem ehemaligen EU-Ratspräsidenten Donald Tusk angeführt wird. Gemeinsam mit zwei kleineren Parteien (14,4% bzw. 8,6%) reicht dies für eine absolute Mehrheit. Nun geht es für die drei Parteien darum eine gemeinsame Regierung auf die Beine zu stellen. Dieser Prozess könnte allerdings auch etwas dauern und für eine gewisse Verunsicherung sorgen. Der Zloty hat den Wahlausgang jedenfalls in der Erwartung künftig wieder konstruktiverer Beziehungen zur EU positiv aufgenommen.

MNB und NBP vor weiteren Leitzinssenkungen

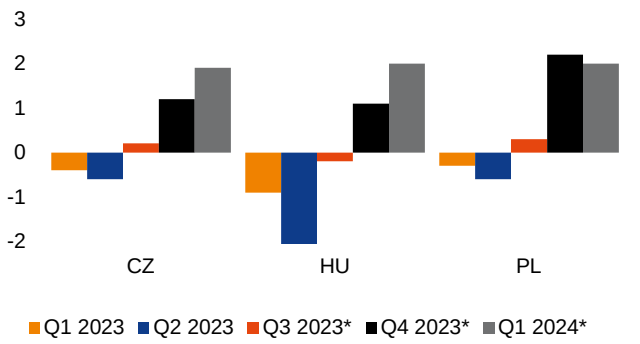
Was die kommenden Wochen betrifft, so stehen neben den Veröffentlichungen der vorläufigen Wachstumszahlen für das dritte Quartal in allen CE3-Staaten auch die nächsten geldpolitischen Entscheidungen im Mittelpunkt des Interesses. Mit Blick auf die Zinsentscheidungen ist davon auszugehen, dass sowohl die Währungshüter in Budapest als auch in Warschau die geldpolitischen Zügel weiter umsichtig lockern werden. Spielraum gibt ihnen der eingesetzte Disinflationsprozess. Mit Blick auf die ungarische Zentralbank, die am 24. Oktober ihre nächste geldpolitische Entscheidung bekanntgibt, rechnen wir mit einer Senkung der Base Rate um 50 Basispunkte auf 12,50%. Ihre polnischen Amtskollegen dürften hingegen die geldpolitischen Zügel am 8. November abermals umsichtig um 25 Basispunkte lockern. Der polnische Leitzins läge dann bei 5,50%. Zudem dürften beide Zentralbanken weitere Senkungen in Aussicht stellen.

CZ: LEITZINSSENKUNGSERWARTUNGEN AUF DEM VORMARSCH
CZK-FRA-NOTIERUNGEN, LS: 3*6, RS: 6*9, IN %



Quelle: Bloomberg

CE3: KONJUNKTURELLE TALSOHLE DURCHSCHRITTEN
NATIONALE BIP-WERTE, J/J, IN %, * ERWARTUNG GEMÄß BLOOMBERG-UMFRAGE



Quelle: Bloomberg

Beginnt die CNB im November mit ihrem Leitzinssenkungszyklus?

Eine gesonderte geldpolitische Betrachtung verdient die tschechische Zentralbank (CNB). Diese kommt am 2. November zu ihrer nächsten Entscheidung zusammen. Anders als die ungarischen und polnischen Währungshüter halten die Notenbanker in Prag an ihrem restriktiven Leitzinsniveau von 7% nunmehr seit Juni 2022 fest. Allerdings haben auch sie jüngst die Tür für eine erste Leitzinssenkung geöffnet (u.a. offizielle Beendigung ihres FX-Interventionsregimes). Zudem dürfte auch der zuletzt

stärker als marktseitig erwartet nachlassende Preisdruck in Tschechien der CNB den Spielraum für eine erste moderate Leitzinssenkung im November verschaffen. So ist doch die dortige Inflation im September von 8,5% (J/J) im Vormonat auf 6,9% (J/J) gefallen. Allgemein wurde eine Teuerung in Höhe von 7,5% (J/J) erwartet. Die Tschechische Krone reagierte gegenüber dem Euro mit Kursverlusten auf diese Datenveröffentlichung, wurden doch dadurch die marktseitigen Leitzinssenkungserwartungen belebt. Darüber hinaus wurden entsprechende Spekulationen auch durch die jüngste Einschätzung von CNB-Mitglied Kral befeuert. So geht die tschechische Zentralbank seinen Worten zufolge davon aus, dass die Teuerung bereits Anfang des kommenden Jahres das Inflationsziel der Notenbank von 2% wieder erreichen wird.

CNB: 25 Basispunkte-Senkung wahrscheinlich

Angesichts dessen halten wir es für wahrscheinlich, dass die CNB Anfang November den Startschuss für ihren Leitzinssenkungszyklus geben und den Leitzins moderat um 25 Basispunkte auf 6,75% senken dürfte. Wenngleich die Tschechische Krone in einer ersten Reaktion durchaus verstimmt auf einen solchen Lockerungsschritt reagieren dürfte, so sollte sie sich hiervon allerdings nicht nachhaltig in Bedrängnis bringen lassen. Denn zum einen käme diese Leitzinssenkung nicht gänzlich unerwartet und zum anderen sollte die CNB mit Blick auf weitere Lockerungen überaus behutsam vorgehen.

CE3-Staaten sollten konjunkturelle Talsohle durchschritten haben

Dass die CE3-Staaten nun endlich die konjunkturelle Talsohle durchschritten haben sollten, dürften die vorläufigen nationalen BIP-Zahlen für das dritte Quartal deutlich machen, die am 31. Oktober in Tschechien und am 14. November in Ungarn und Polen veröffentlicht werden. So wird marktseitig damit gerechnet, dass die polnische und die tschechische Wirtschaft im abgelaufenen Quartal ihrem Minuswachstum aus dem zweiten Quartal entkommen können und wieder leicht um 0,3% (J/J) bzw. 0,2% (J/J) expandiert haben. Auch die ungarische Wirtschaft sollte endlich Licht am Ende des Rezessionstunnels sehen. So wird hier marktseitig nur noch mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung in Höhe von -0,2% (J/J) gerechnet, nachdem die dortige Wirtschaft im zweiten Quartal noch spürbar um 2,4% (J/J) geschrumpft ist.

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

Türkei & Südafrika: Viele Probleme, keine einfachen Lösungen

Geopolitische Risiken und Inflation belasten die türkische Lira

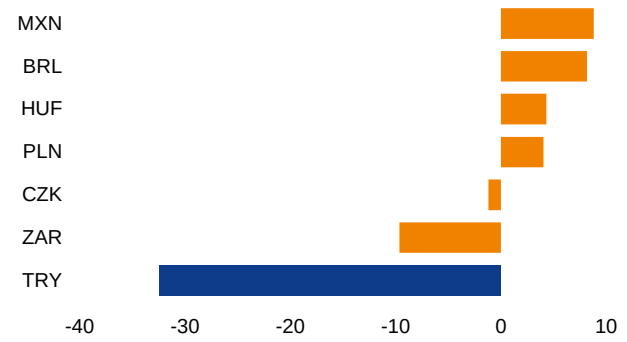
Auch zu Beginn des vierten Quartals gibt es von Seiten der Lira wenig Gutes zu berichten, bewegt sie sich doch nach wie vor sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch dem Euro nahe ihrer Rekordtiefs. Für Verunsicherung sorgte bei der risikosensitiven Lira zuletzt der Terroranschlag der Hamas auf Israel, der zu einer massiven Eskalation des Nahost-Konflikts geführt hat. Aber auch ein altbekanntes Thema belastet die türkische Landeswährung weiterhin: Die Inflation. Diese ist in der Türkei im September weiter auf 61,5% (J/J) und damit auf den höchsten Stand des Jahres geklettert. Für den Auftrieb bei den Verbraucherpreisen sorgen nicht nur die weltweit wieder gestiegenen Energiekosten. Vielmehr tragen auch die Steuererhöhungen vom Spätsommer sowie die gestiegenen Nahrungsmittelpreise und Wohnungsmieten zu dieser unguten Entwicklung bei.

Notenbankchefin und Finanzminister rechnen erst gegen Mitte 2024 mit einem nachlassenden Preisdruck

Den Worten von Notenbankchefin Erkan zufolge dürfte der Preisdruck aller Voraussicht nach ab Mai 2024 nachlassen. Finanzminister Simsek geht indes davon aus, dass die Inflation im Vorjahresvergleich noch etwas später, nämlich erst zu Beginn des zweiten Halbjahres 2024 zurückgehen wird. Ob der Preisdruck nun im Mai oder

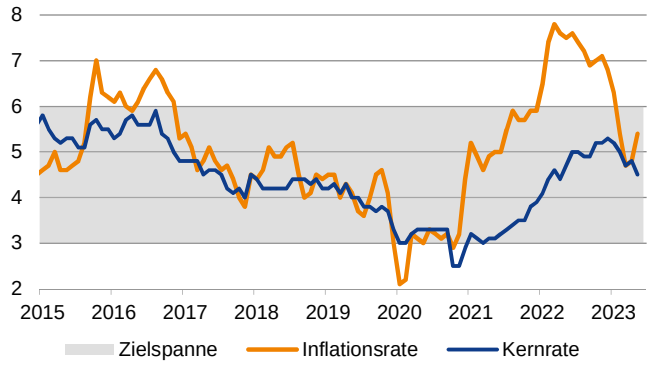
ab Juli nächsten Jahres nachlassen dürfte, feststeht: Hier ist marktseitig weiter Geduld gefragt. Gefragt ist unter diesen Vorzeichen auch weiterhin die türkische Notenbank (TCMB), die die geldpolitischen Zügel den Worten ihrer Vorsitzenden zufolge so lange weiter straffen wird, bis an der Inflationsfront eine Verbesserung zu verzeichnen ist. Unserer Ansicht nach dürfte die TCMB die Leitzinsen auf Sicht von drei Monaten noch weiter deutlich anheben. Interessant wird es aber im Frühjahr, stehen doch im März 2024 in der Türkei Kommunalwahlen auf der Agenda. Wir können uns gut vorstellen, dass die Notenbank im Vorfeld dieser Urnengänge geldpolitisch innehalten wird, zumal sich dann auch die Konjunkturaussichten eingetrübt haben sollten.

TÜRKISCHE LIRA KOMMT WEITERHIN NICHT AUF DIE BEINE
VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNGEN GGÜ. USD SEIT BEGINN DES JAHRES, IN %



Quelle: Bloomberg

SOUTH AFRICAN RESERVE BANK NOCH NICHT ZUFRIEDEN MIT DEN INFLATIONSZAHLEN
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; South African Reserve Bank

Ganz eigene Probleme hat die südafrikanische Wirtschaft und damit auch der Rand, der zusätzlich von der internationalen Risikoneigung bewegt wird. Nachdem bisher vor allem die Stromversorgung und die meist täglichen Stromabschaltungen im Blickfeld der Öffentlichkeit lagen, rücken nun Probleme bei einem weiteren schlecht gemanagten Staatsunternehmen in den Vordergrund. Während bei dem Stromversorger Eskom Großunternehmen und kapitalstarke Privathaushalte durch eine eigene Stromerzeugung zumindest eine gewisse Erleichterung erreichen können, ist dies beim Transportunternehmen Transnet, dem Betreiber von Eisenbahnlinien und Häfen schwieriger. Vor allem die großen und exportorientierten Rohstoffkonzerne sind auf die Transportdienstleistungen der Eisenbahn angewiesen. Ein marodes Streckennetz, verschärft auch durch umfangreiche Metalldiebstähle zwingt die Bergbauunternehmen verstärkt die Straßen als Transportweg zu nutzen. Abgesehen davon, dass die notwenige LKW-Kapazität begrenzt ist, führen die sehr schweren Fahrzeuge auch zu einer beschleunigten Abnutzung der Straßen. Präsident Ramaphosa lehnt eine Privatisierung von Staatsunternehmen, die auch im regierenden ANC kaum vermittelbar wäre, ab. Die dramatischen Probleme führen zusammen mit dem klammen Staatshaushalt aber zu einer Privatisierung durch die Hintertür. So soll nach neuen Planungen Unternehmen ermöglicht werden Eisenbahnlinien und Häfen selbstständig zu betreiben. Kurzfristig können diese Maßnahmen, die zudem noch nicht politisch durchgesetzt sind, aber die akuten Probleme kaum lösen, so dass es von dieser Seite immer wieder mehr oder weniger spektakuläre Nachrichten geben wird, die auch den Rand belasten könnten.

Staatsunternehmen bereiten Südafrika immer wieder Kopfzerbrechen

Hier ist es zumindest ein Trost, dass die South African Reserve Bank mit ihren hawkischen Stellungnahmen immer wieder für Trost sorgt. Notenbankgouverneur Kganyago zeigte sich zuletzt besorgt über die Nahrungs- und Energiepreise und

Leitzins bleibt bis in das kommende Jahr bei 8,25% und hilft damit dem Rand

bekräftigte die Absicht den Preisauftrieb in die Mitte der Zielspanne von 3% bis 6% (J/J) zu drücken. Die neuen Preiszahlen für den September bestätigten diese Sorgen, stieg die Inflationsrate doch wieder auf 5,4% (J/J). Allerdings überraschte die Kernrate ohne Energie und Nahrung mit einem Rückgang auf 4,5% (J/J). Auch wenn dies ein sehr positiver Hinweis auf einen gemäßigten Preisauftrieb ist, sollte die Notenbank bis in das kommende Jahr an ihrer abwartenden Haltung festhalten.

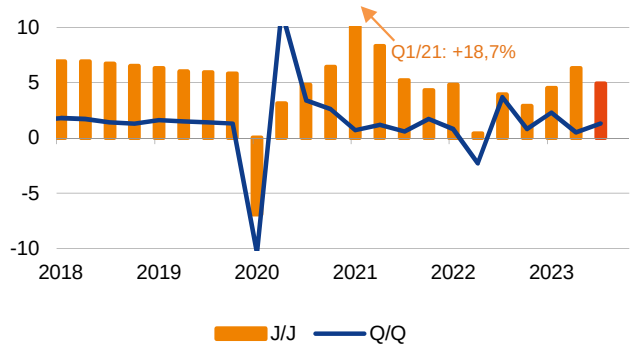
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Notenbank flutet Finanzmarkt mit Liquidität

Expansive Geldpolitik soll Spannungen am Geldmarkt vermeiden

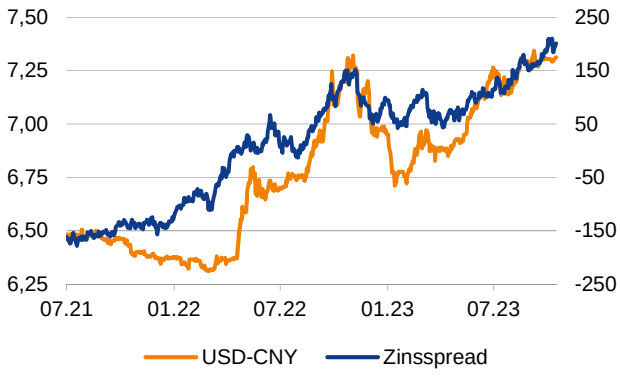
Während sich die meisten Notenbanken der Welt mit der Frage beschäftigen, wie sie dem Finanzsystem überschüssige Liquidität entziehen können, ist Chinas Zentralbank in der anderen Richtung unterwegs. Anfang der Woche hat die PBoC den heimischen Banken so viele Mittel bereitgestellt wie seit drei Jahren nicht mehr. Über die MLF-Kreditfazilität gab es 789 Mrd. CNY, was mit den auslaufenden MLF-Geschäften (knapp 500 Mrd. CNY) eine Netto-Injektion von 289 Mrd. CNY an frischem Geld ergibt. Die expansive Ausrichtung passt perfekt zu den konjunkturellen Herausforderungen des Landes. Mindestens ebenso relevant dürfte für die PBoC aber auch sein, Spannungen im Finanzsystem vorzubeugen. Viele Provinz-regierungen werden in den nächsten Wochen als Teil einer groß angelegten LGFV-Umschuldung („local government financing vehicles“) neue Bonds auflegen. Diesen wird eine (unausgesprochene) Ausfallgarantie durch die Zentralregierung unterstellt, weswegen sie sich einer enormen Nachfrage seitens chinesischer Investoren erfreuen. Beobachter schätzen, dass es dabei um rund 1 Bio. CNY bis Ende des Jahres geht; entsprechende Kapitalumschichtungen könnten zusammen mit der fragilen Lage bei den Immobilienentwicklern zu Engpässen am Geldmarkt führen.

WIRTSCHAFT TROTZT GEGENWIND DANK STAATLICHER HILFE
BIP-WACHSTUM (J/J), IN %



Quelle: Refinitiv

„HIGHER FOR LONGER“ SETZT YUAN UNTER DRUCK
USD-CNY (L.S.), SPREAD 10J STAATSANLEIHEN US-CN, IN BP (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Drahtseilakt der Notenbank: Konjunkturhilfe oder Yuan-Stabilisierung?

Auf der anderen Seite verhindert die Rücksichtnahme auf den Yuan-Wechselkurs eine aggressivere geldpolitische Lockerung. Das Mantra „higher for longer“ und der korrespondierende globale Renditeanstieg lassen den Zinsnachteil der chinesischen Währung und damit den unterschwelligen Abwertungsdruck wachsen. Der Spagat zwischen Hilfe für die Konjunktur und Unterstützung für den Wechselkurs dürfte die

Geldpolitik auf absehbare Zeit prägen. Die frisch veröffentlichten BIP-Daten für das dritte Quartal konnten die Markterwartungen zwar übertreffen, genügen aber nicht, um die unterschwelligen Zweifel zu zerstreuen, da staatliche Stützungsmaßnahmen eine zentrale Rolle gespielt haben. Insgesamt bleibt das konjunkturelle Umfeld äußerst schwierig: Der Immobiliensektor hat im besten Fall seine Talsohle erreicht, an der tiefen Verunsicherung der Verbraucher hat sich trotz Kaufanreizen nichts geändert und die geopolitischen Risiken bleiben hoch. Für das kommende Jahr 2024 rechnen wir daher nur mit einem Wirtschaftswachstum von gut 4% (J/J). Spannende Details hierzu finden Sie in unserem DZ Research Blog *(China: Dank Konjunkturmaßnahmen wieder kräftigeres Wachstum).*

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

Brasilien & Mexiko: Geldpolitscher Weg nach unten bzw. seitwärts

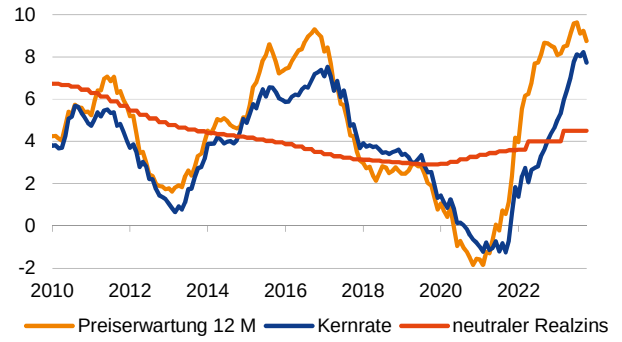
Banco Central do Brasil auf klaren Zinskurs nach unten

Der Kurs der Banco Central do Brasil scheint klar vorgegeben zu sein. Nach bisher zwei Zinssenkungen um jeweils 50 Basispunkte auf aktuell 12,75% dürfte es auch bei den verbleibenden zwei Sitzungen in diesem Jahr in diesem Tempo weiter gehen. Dies hatten die Notenbankoberen zuletzt wiederholt so kommuniziert. Dabei unterschieden sich auch die Worte von Gouverneur Campos Neto kaum von denen des für Geldpolitik zuständigen Direktors in der Führungsriege, Galipolo, dessen Worte nicht nur wegen seiner aktuellen Position Gewicht haben, gilt er doch als Favorit für die Nachfolge von Campos Neto, der Ende 2024 aus dem Amt scheidet. Spannend werden die geldpolitischen Aktionen daher wohl erst wieder im kommenden Jahr, was natürlich nicht heißt, dass die Geldpolitik den Real in den nächsten Monaten nicht mehr berühren wird.

Konjunkturdaten gewinnen wieder an Gewicht

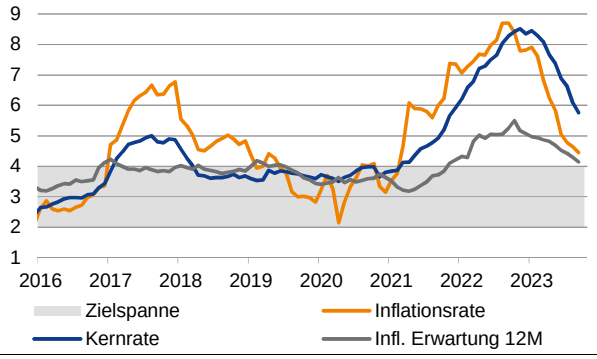
Nachdem die Konjunkturdaten zuvor eher positiv überrascht hatten, blieben die jüngsten August-Zahlen zur Industrieproduktion aber vor allem zur Wirtschafts-leistung im Dienstleistungssektor hinter den Erwartungen zurück. Die Werte für einen Monat lösen zwar noch keine Neuorientierung aus, sollten diese Daten aber in den Folgemonaten bestätigt werden, dürften die Forderungen aus der Regierung nach größeren Zinsschritten aber wieder an Lautstärke gewinnen. In realer Rechnung ist das Leitzinsniveau auf absehbare Zeit noch sehr hoch, unabhängig, ob es über die Inflationsrate insgesamt, über die Indikatoren für den Preisauftrieb oder über die Inflationserwartungen für die kommenden zwölf Monate ermittelt wird. Damit geht von dieser Größe auch weiterhin eine deutliche Unterstützung für die Währung aus.

GELDPOLITIK IN BRASILIEN WEITER SEHR RESTRIKTIV
REALER LEITZINS MIT PREISERWARTUNGEN 12M BZW. MITTLERER KERNRATE; NEUTRALER ZINS: SCHÄTZUNG NOTENBANK



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil; DZ BANK

MEXIKOS INFLATIONSRATEN DEUTLICH ENTSPANNT, ABER NOCH ZU HOCH
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; Banco de México; DZ BANK

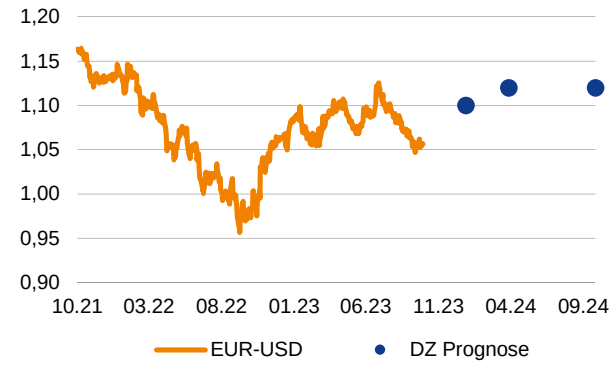
Die Inflationszahlen der letzten Monate zeigen den erhofften deutlichen Rückgang der Jahresraten, auch wenn die einzelnen Daten gegenüber den jeweiligen Markterwartungen vielleicht einen Tick höher ausgefallen sind. Der grundsätzliche Abwärtstrend ist jedoch klar und wird durch eine langsame Entspannung bei den Inflationserwartungen bekräftigt. Belohnen will die Banco de México dies jedoch noch nicht, auch wenn das hohe Leitzinsniveau von 11,25% mit der zusehenden Entspannung bei den Preisen gemessen am Realzins immer restriktiver wirkt. Erleichtert wird ihr dies durch die derzeit erfreulich starken Konjunkturdaten. Zudem will die Notenbank angesichts der zu erwartenden fiskalischen Impulse keine zu frühe Lockerung riskieren. Als weiterer Faktor kommt hinzu, dass eine deutliche Abweichung von der Richtung der Geldpolitik in den USA unerwünscht ist. Solange im Norden eine gewisse Neigung zu Zinserhöhungen besteht und von der Fed keinerlei Hinweise auf eine Zinswende nach unten kommen, tut sich auch die Geldpolitik in Mexiko schwer mit Zinssenkungen. Dem Peso kann dies eigentlich nur recht sein, wird er dadurch doch auf einem recht hohen Bewertungsniveau gehalten.

Keine Zinssenkungssignale aus Mexiko

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

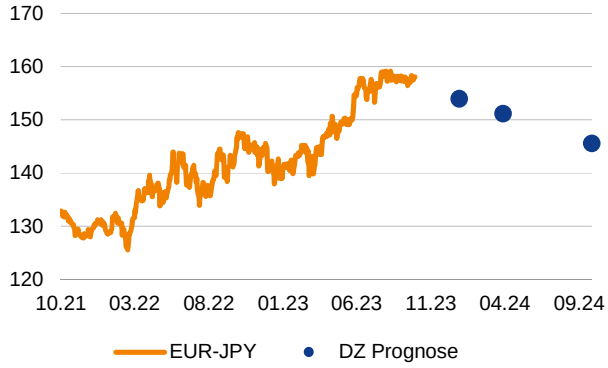
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



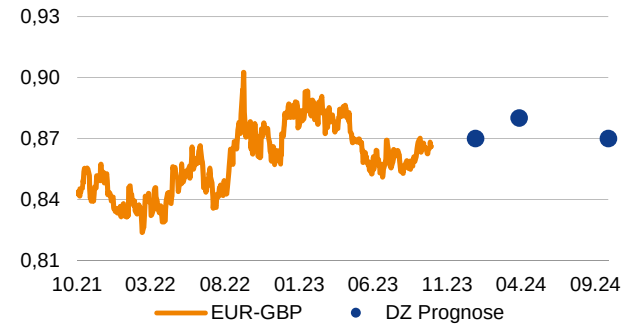
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



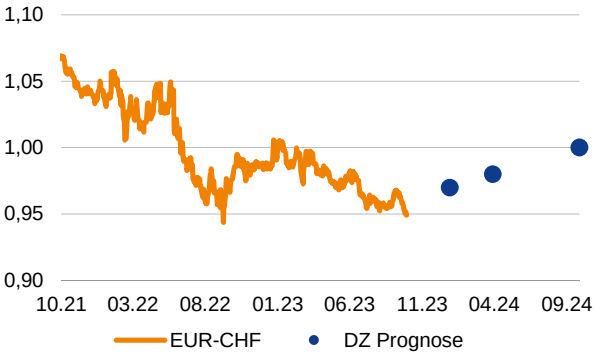
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



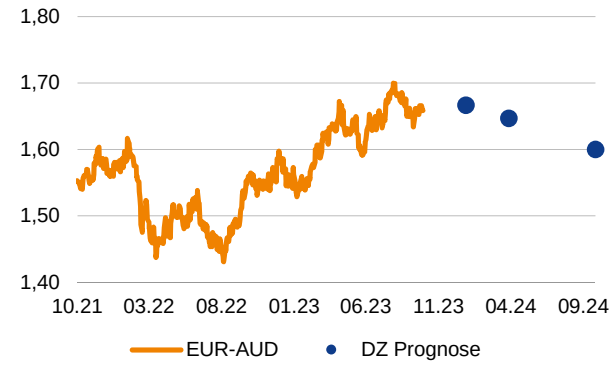
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



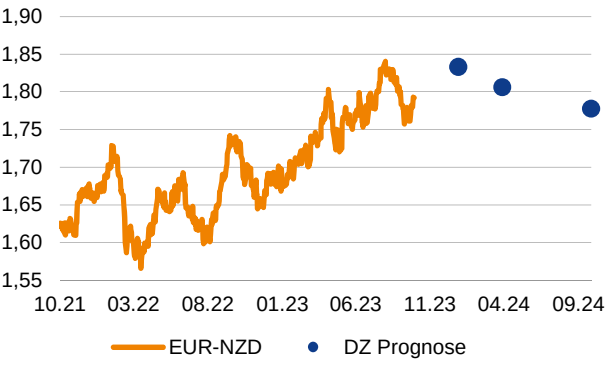
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



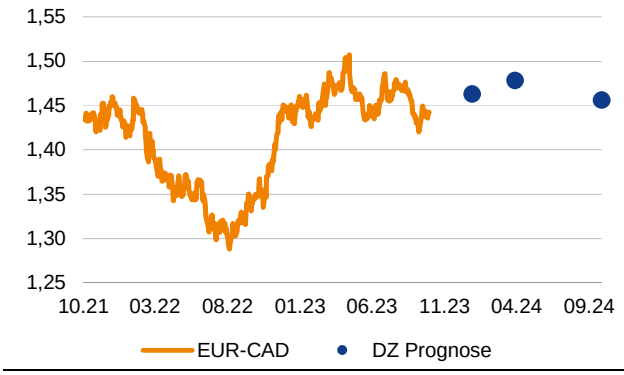
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



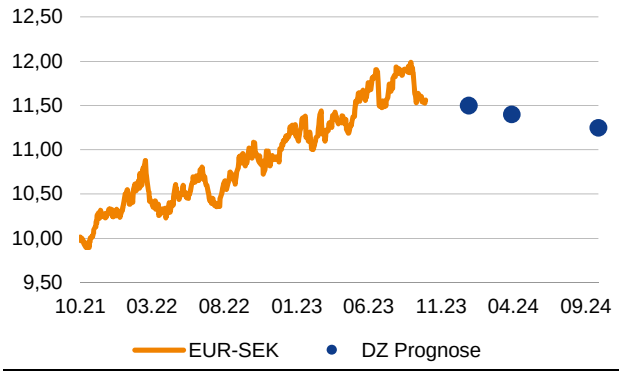
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



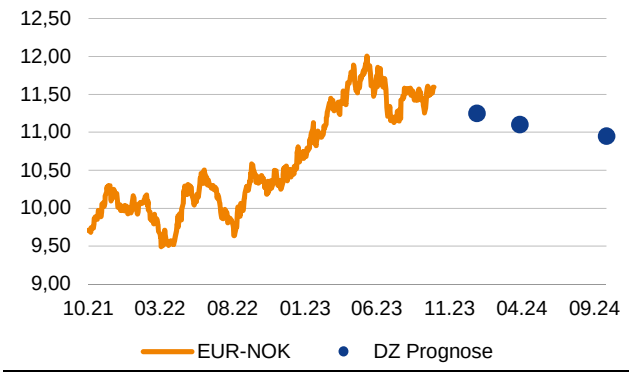
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



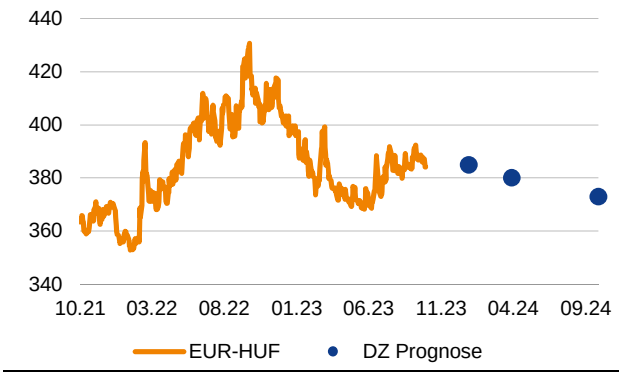
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



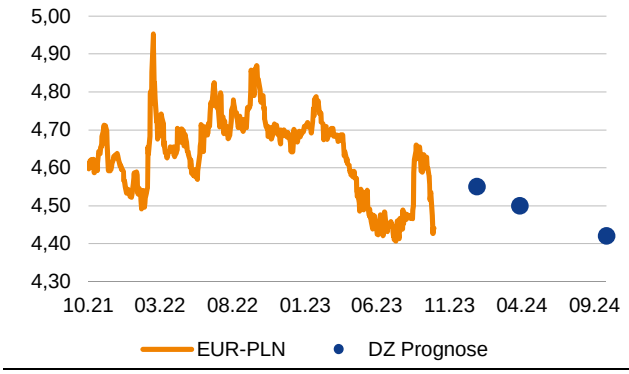
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



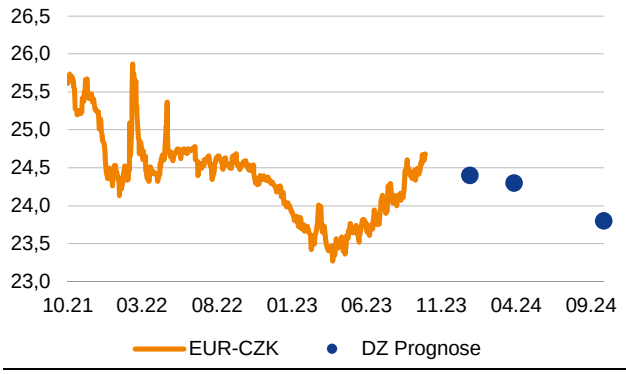
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



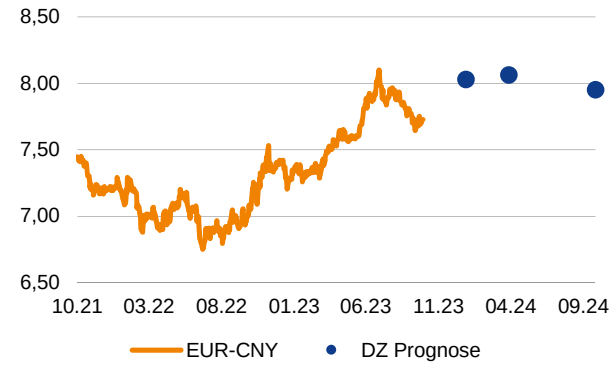
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



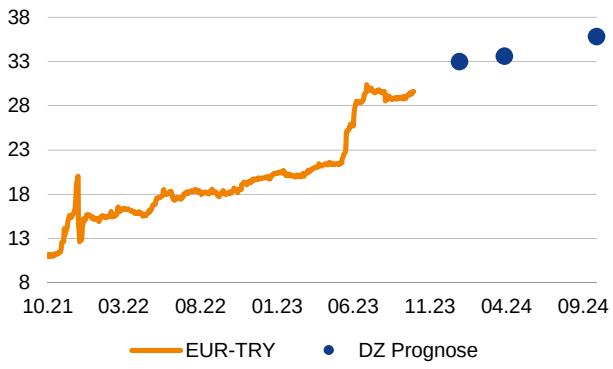
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



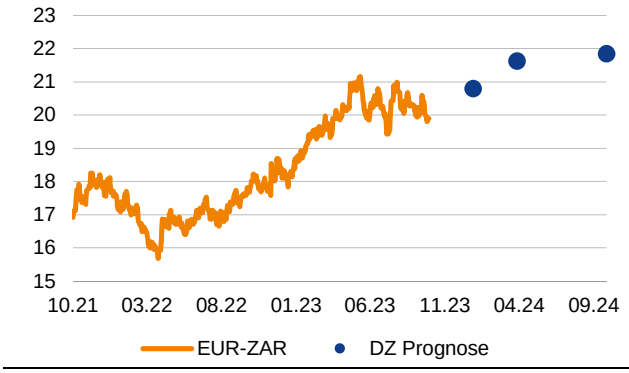
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



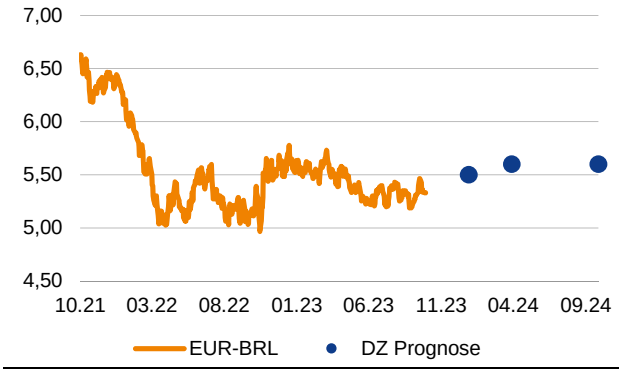
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



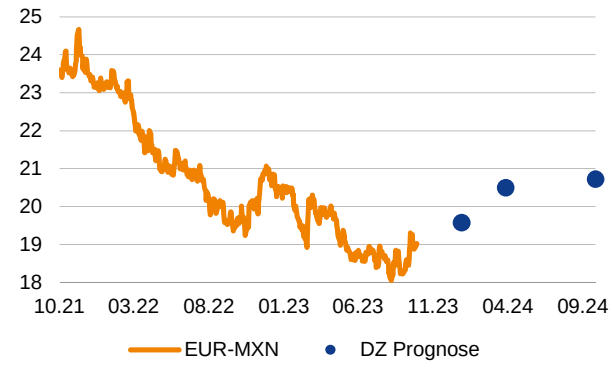
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

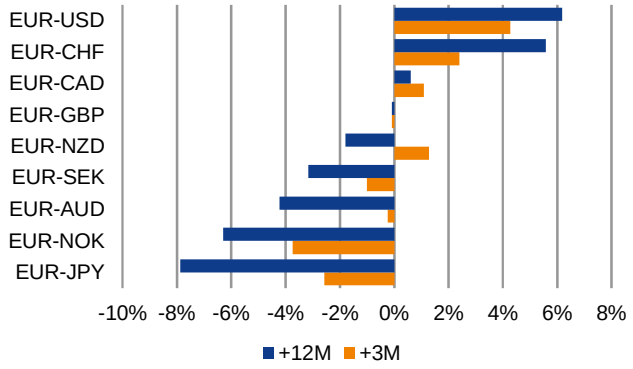
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

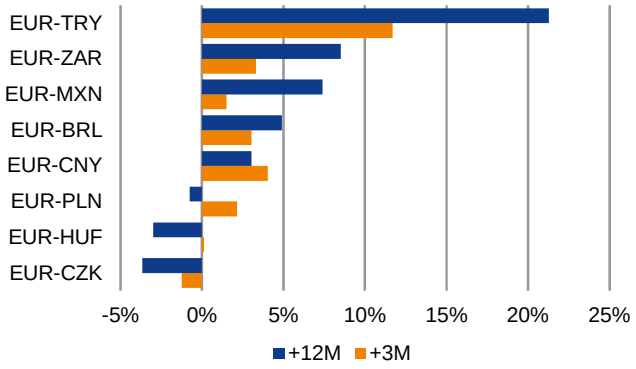
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0537	1,10	1,12	1,12
EUR/GBP	0,8678	0,87	0,88	0,87
EUR/JPY	157,98	154	151	146
EUR/CHF	0,9473	0,97	0,98	1,00
EUR/AUD	1,6630	1,67	1,65	1,60
EUR/NZD	1,7998	1,83	1,81	1,78
EUR/CAD	1,4452	1,46	1,48	1,46
EUR/NOK	11,64	11,25	11,10	10,95
EUR/SEK	11,61	11,5	11,4	11,3
EUR/PLN	4,4531	4,55	4,50	4,42
EUR/CZK	24,68	24,4	24,3	23,8
EUR/HUF	384,1	385	380	373
EUR/TRY	29,52	33,0	33,6	35,8
EUR/ZAR	20,00	20,8	21,6	21,8
EUR/CNY	7,7095	8,03	8,06	7,95
EUR/BRL	5,3318	5,50	5,60	5,60
EUR/MXN	19,22	19,6	20,5	20,7

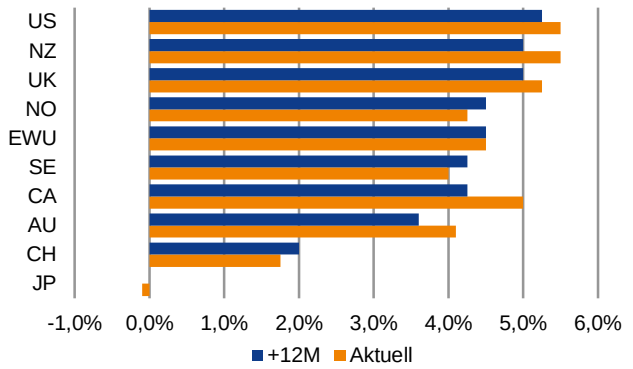
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0537	1,10	1,12	1,12
GBP/USD	1,2142	1,26	1,27	1,29
USD/JPY	149,92	140	135	130
USD/CHF	0,8990	0,88	0,88	0,89
AUD/USD	0,6336	0,66	0,68	0,70
NZD/USD	0,5855	0,60	0,62	0,63
USD/CAD	1,3715	1,33	1,32	1,30
USD/NOK	11,05	10,23	9,91	9,78
USD/SEK	11,02	10,5	10,2	10,0
USD/PLN	4,2261	4,14	4,02	3,95
USD/CZK	23,43	22,2	21,7	21,3
USD/HUF	364,5	350	339	333
USD/TRY	28,02	30,0	30,0	32,0
USD/ZAR	18,98	18,9	19,3	19,5
USD/CNY	7,3166	7,30	7,20	7,10
USD/BRL	5,0600	5,00	5,00	5,00
USD/MXN	18,24	17,8	18,3	18,5

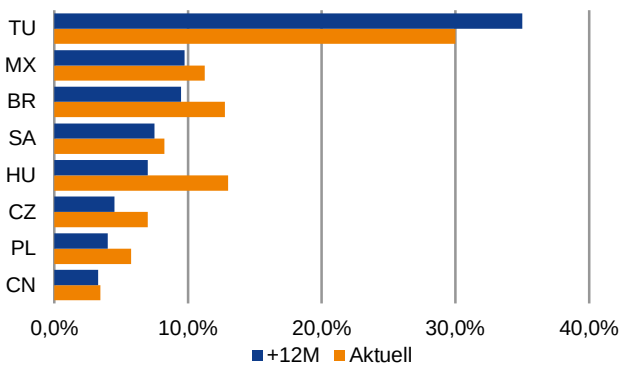
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

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

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

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

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 7447 - 01
Telefax: + 49 69 7447 - 1685
Homepage: www.dzbank.de
E-Mail: mail@dzbank.de
Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Michael Speth, Thomas Ullrich
Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens
Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651
Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.
Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491
Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE
Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2023
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank** - **www.ecb.europa.eu** Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - **www.bafin.de** Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv", welche als „unattraktiv" und welche als „neutral" einzustufen sind.
"**Attraktiv**" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
"**Unattraktiv**" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
"**Neutral**" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem **Value-Ansatz**:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (**DZ BANK Muster-Portfolio**):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (**DZ BANK Sektorfavoriten**):	ein Monat
Dividenden (**DZ BANK 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 Physische Zutrittssperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

Dieses Dokument darf im Ausland nur 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 angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics
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 Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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

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