

# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### 2023: Kein Grund für Euphorie

Das Jahr 2022 war erneut ein Jahr der Krisen. Mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar wurden die Karten nicht nur geopolitisch, sondern auch wirtschaftlich neu gemischt. Was blieb, war die enorme Unsicherheit darüber, wie es weitergehen würde. Die zu Beginn der Invasion vorherrschende Einschätzung, dass sich der Krieg als heftig aber kurz erweisen würde, stellte sich als weitaus zu optimistisch heraus, ebenso wie der Glaube daran, dass russisches Gas auch im Winter 2022/23 weiter nach Europa fließen würde. Den aktuellen Status Quo hätten vor zwölf Monaten wohl noch nicht einmal die kühnsten Prognostiker vorhergesagt.

Viele Länder befinden sich bereits in einer Rezession oder zumindest auf dem direkten Weg dorthin. Die sich gleichzeitig überschlagende Inflationsdynamik hat die Zentralbanken im laufenden Jahr nicht nur zur großen Wende animiert, sondern sie einen bis dato ungekannten Zinserhöhungs-Turbo einlegen lassen. Der Status Quo ist noch immer klar von Notenbanken in Alarmbereitschaft geprägt, so langsam zeichnet sich jedoch mit Blick auf 2023 ein Stimmungswandel ab: Zinserhöhungen werden weiterhin für grundsätzlich notwendig erachtet, es müssen aber eben nicht mehr die Jumbo-Schritte der letzten Monate sein. Danach dürfte eine Plateaubildung mit geldpolitischem Stillhalten einsetzen, in der die Währungshüter die inflationsbremsende Wirkung der bisherigen Straffungen genau beäugen.

Man sollte meinen, dass mit diesen geldpolitischen Vorgaben auch das Leitmotiv für die Währungsmärkte auf der Hand liegt. Und sicherlich wird das Rätselraten über das weitere Ausmaß der zusätzlichen Zinserhöhungen bzw. die Erwartung erster Senkungen den Devisenmarkt im kommenden Jahr stark beeinflussen. Doch ebenso wie die Reaktionsfunktion der Zentralbanken im aktuellen Umfeld ungewiss ist, so ist auch die Auswirkung des geldpolitischen Impulses auf den Devisenmarkt nicht immer eindeutig. Während manche Währungen durchaus auf Unterstützung durch ihre Zentralbanken setzen können, stellt die Geldpolitik für andere ein echtes Risiko dar.

Sicher ist wohl, dass das Jahr 2023 für den Währungsmarkt erneut große Herausforderungen bereithalten wird. Rezession, Inflation, geopolitische Unsicherheiten und politische Risiken pflastern den Weg, der vor uns liegt. Einige der Problemfelder, die uns im Jahr 2022 in Atem gehalten haben, sind mittlerweile geklärt, viele verbleiben jedoch. In diesem Umfeld ist es äußerst schwierig, klare Gewinner im Währungssegment zu identifizieren. Allgemein hohe Marktvolatilität dürfte uns erhalten bleiben, klare und vor allem nachhaltige Trendentwicklungen in die eine oder andere Richtung uns jedoch verwehrt bleiben.

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
25.11.2022 09:52 Uhr

## INHALT

<b>AUSBLICK 2023: ERHOLUNG IM ZEITLUPENTEMPO</b>	<b>2</b>
Globale Geldpolitik im Jahr nach dem großen Exit	3
Währungsmärkte im Jahr 2023: schwierige Fahrwasser	5
<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>9</b>
EUW: Nach der EZB-Sitzung ist vor der EZB-Sitzung	9
USA: Dollar angeschlagen aber nicht geschlagen	10
Japan: 2023 wird das Jahr der großen Wende	11
UK: Bank of England verfolgt schwierigen Kurs	12
Schweiz: Geldpolitische Vollbremsung – mit Erfolg	14
Australien & Neuseeland: Ende des Zinserhöhungszyklus rückt näher, ist aber noch nicht erreicht	15
Kanada: Der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht gewonnen	16
Skandinavien: Konjunkturertrübung bei hoher Inflation	17
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>20</b>
Osteuropa: Geopolitische und konjunkturelle Sorgen weiterhin im Fokus	20
Türkei & Südafrika: Inflationssituation nicht vergleichbar	21
China: Frühlingserwachen im Winter?	23
Brasilien & Mexiko: Geldpolitik schaltet im neuen Jahr auf Autopilot	24
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>27</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>30</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>31</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>32</b>

Editor:  
Sonja Marten, ANALYSTIN

## AUSBLICK 2023: ERHOLUNG IM ZEITLUPENTEMPO

Das Jahr 2022 war erneut ein Jahr der Krisen. Mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar wurden die Karten nicht nur geopolitisch, sondern auch wirtschaftlich neu gemischt. Was blieb, war die enorme Unsicherheit darüber, wie es weitergehen würde. Die zu Beginn der Invasion vorherrschende Einschätzung, dass sich der Krieg als heftig aber kurz erweisen würde, stellte sich als weitaus zu optimistisch heraus, ebenso wie der Glaube daran, dass russisches Gas auch im Winter 2022/23 weiter nach Europa fließen würde. Den aktuellen Status Quo hätten vor zwölf Monaten wohl noch nicht einmal die kühnsten Prognostiker vorhergesagt: Krieg, Energiekrise, Rezession und Inflation. Kein Wunder, dass diese toxische Mischung am Finanzmarkt für Turbulenzen gesorgt hat – und es auch weiterhin tut. Denn wenngleich sich manche Unsicherheitsfaktoren mittlerweile gelegt haben, ist der Weg in das kommende Jahr dennoch weiterhin mit vielen Risiken gepflastert.

### Rezession, Inflation und eine nur langsame Erholung

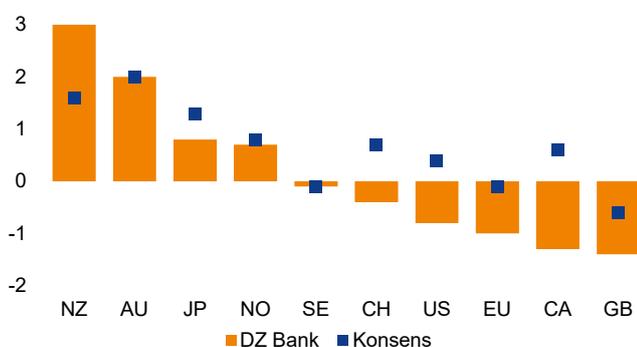
Fast wehmütig wird man, wenn man liest, mit welchem Optimismus wir Ende letzten Jahres auf das Jahr 2022 geblickt haben. Von „solidem Wirtschaftswachstum“ und „nachlassender Inflationsdynamik“ war dort die Rede. Stattdessen befinden sich viele Länder derzeit auf dem Weg in die Rezession (eine ausführlichere Diskussion unserer Wirtschaftsprognose finden Sie [hier](#)). Das laufende Schlussquartal 2022 sollte vielenorts deutlich negative Wachstumsraten aufweisen, der Start in das kommende Jahr dürfte noch schwächer ausfallen. Die Erholung, die wir im weiteren Jahresverlauf erwarten, wird allenfalls anämisch verlaufen. Dies ist nicht zuletzt der weiterhin (zu) hohen Inflation geschuldet, die in Kombination mit den massiv gestiegenen Zinsen den Konsum nachhaltig belastet. Denn wenngleich wir davon ausgehen, dass die Inflationsraten im kommenden Jahr nachlassen werden, so ist eine Rückkehr zu den jeweiligen Zielmarken der Zentralbanken sicherlich nicht vor 2024 zu erwarten. Diese Kombination aus Rezession, einer nur langsamen konjunkturellen Erholung und weiterhin hoher Inflation wird die Zentralbanken auch im Jahr 2023 vor große Herausforderungen stellen.

**Der Weg in das kommende Jahr ist erneut mit signifikanten Risiken gepflastert**

**Wirtschaftlich beginnen wir das neue Jahr mit sehr schwachem oder gar rezessivem Wachstum**

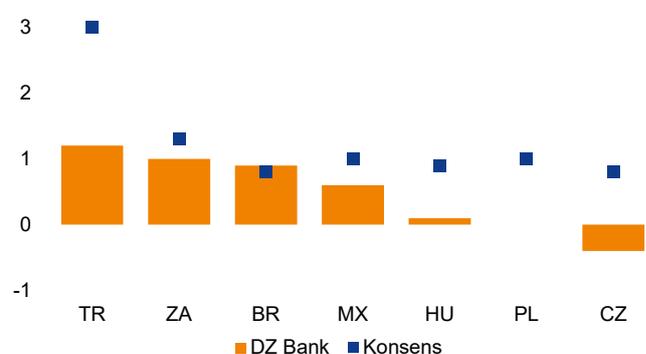
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

**BIP-PROGNOSEN FÜR 2023 IM VERGLEICH: G10**  
BIP J/J (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**BIP-PROGNOSEN FÜR 2023 IM VERGLEICH: SCHWELLENLÄNDER**  
BIP J/J (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

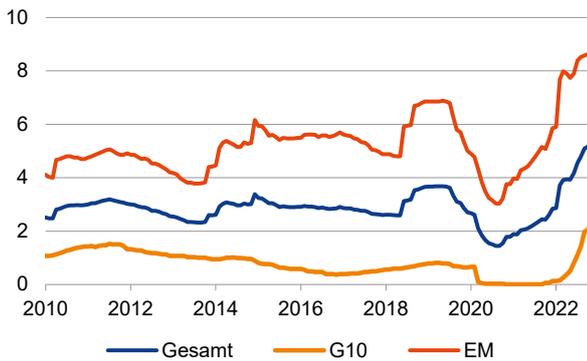
## Globale Geldpolitik im Jahr nach dem großen Exit

Vor einem Jahr hatten wir an dieser Stelle die Maxime formuliert, dass das Jahr 2022 vom weltweiten Ausstieg aus dem geldpolitischen Krisenmodus geprägt sein sollte. Die sich überschlagende Inflationsdynamik hat die Zentralbanken nicht nur zur großen Wende animiert, sondern sie einen bis dato ungekannten Zinserhöhungsturbo einlegen lassen. „Natürlich“ waren in den letzten Monaten bei jedem Sitzungstermin Beschlüsse zu einer strafferen Geldpolitik angesagt, sei es über klassische Leitzinserhöhungen, über liquiditätsabschöpfende Maßnahmen (die Verschlechterung der TLTRO-Konditionen, Reverse Repos der SNB,...) oder über aktive Bilanzverkürzungen (Quantitative Tightening bei US-Notenbank oder Bank von England). Und ebenso „natürlich“ wurde es über den Sommer, dass die einst vertrauten 25-Basispunkte-Schritte von der Bildfläche verschwanden, eine Leitzinserhöhung um nur 50 Basispunkte zu einem „kleinen“ Schritt degradiert wurde und letztlich 75 Basispunkte zum neuen State of the Art wurden. Letztlich gab es nur drei von uns gecoverte Währungsräume, die in 2022 nicht zu einer Straffung ihrer Geldpolitik gegriffen haben: China, das mit den Folgen seiner Null-Covid-Politik zu kämpfen hat, Japan, dessen Währungshüter die auch dort zu beobachtende Verletzung des Inflationsziels stoisch ignorieren, und die Türkei, die mit ihren Zinssenkungen trotz Hyperinflation ohnehin auf einem anderen geldpolitischen Stern lebt.

### Zinswende auf globaler Ebene hat 2022 geprägt

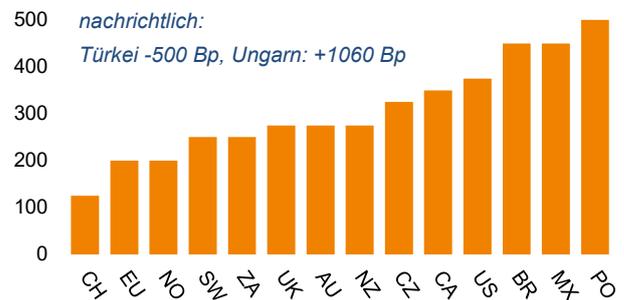
### Von „mehr ist mehr“ (aggressive Zinserhöhungen) ...

2022: GEPRÄGT VON RASANT STEIGENDEN LEITZINSEN  
DURCHSCHNITTLICHER LEITZINS IN UNSERER COVERAGE, IN %



Quelle: Refinitiv

GELDPOLITISCHE WEINDE IN UNTERSCHIEDLICHER AUSPRÄGUNG  
ZINSERHÖHUNGEN SEIT ANFANG 2022 BIS HEUTE, IN BP



Quelle: Refinitiv

### Der Übergang von aggressiven Zinserhöhungen zur neuen Normalität

Auch der Status Quo ist noch immer klar von Notenbanken in Alarmbereitschaft geprägt, bei zahlreichen Zentralbanken läuft der Straffungsmotor weiter auf Hochtouren. Für Dezember sind Zinserhöhungen in den USA (+50 Bp), der Eurozone (+50 Bp), Großbritannien (+50 Bp) und der Schweiz (+50 Bp) fest eingeplant. Die Beschränkung der anvisierten Schritte auf „nur“ 50 Bp signalisiert uns den sich abzeichnenden Stimmungswandel: Zinserhöhungen werden weiterhin für grundsätzlich notwendig erachtet, es müssen aber eben nicht mehr die Jumbo-Schritte der letzten Monate sein.

Damit dürften wir dem nächsten globalen Trend für 2023 auf der Spur sein: dem Auslaufen des aggressiven Zinserhöhungszyklus. Zunächst geht es dabei um eine Reduzierung der Zinsschritte, sei es in Größe oder Häufigkeit. In dieser Phase sollte der Markt von der Suche nach der „Terminal Rate“ geprägt sein, also der Frage, bis zu welchem Niveau die Zinserhöhungen ausgereizt werden. Danach folgt eine Plateaubildung mit geldpolitischem Stillhalten, während die inflationsbremsende Wir-

### ... hin zu „weniger ist mehr“ (Übergang zu kleineren Zinsschritten)

### Was kommt nach den aggressiven Zinsschritten?

kung der bisherigen Straffungen genau beäugt wird. Die Währungshüter dürften uns weiter mit dem Versprechen höchster Wachsamkeit hinhalten, sich also die Tür für erneute Zinserhöhungen offenhalten - aber eben nicht durch diese Tür durchgehen.

Dass die Geldpolitik in dieser Phase nur auf Sicht fährt, mag angesichts der Vielfalt aktueller Risiken verständlich sein. Allerdings droht hier eine neue Quelle von Unsicherheit, sofern es sich dabei (entgegen unserer Prognose) nicht nur um eine kurze Übergangsphase handelt, sondern um einen länger währenden Dauerzustand. Der Markt kennt die aktuelle Reaktionsfunktion der Notenbanken mangels historischer Erfahrung mit angebotsgetriebener Inflation schlichtweg nicht; und wir sind auf der Suche nach Orientierung im Nebel aus Inflation und Wachstumseinbruch auf Navigationshilfe angewiesen. Dazu kommt, dass in den letzten Jahren auch viele als unantastbar geltenden volkswirtschaftliche Kausalketten obsolet wurden, demnach auch die alten Faustregeln zur Dauer der Transmission von Geldpolitik zur Realwirtschaft fraglich sind. Wie lange wird es brauchen, bis die restriktive Geldpolitik ihre gewünschte Wirkung entfaltet? Oder noch ketzerischer: ob sie überhaupt noch wirkt?

**Geldpolitik bleibt Quelle der Unsicherheit**

Das DZ BANK Research rechnet für 2023 mit einem nachlassenden Inflationsdruck, aber mit weiterhin spürbar erhöhten Raten. Ist ein geldpolitisches Stillhalten in einem Umfeld mit anhaltender Verletzung der Inflationsziele überhaupt legitim? Drohen die längerfristigen Inflationserwartungen nicht doch außer Kontrolle zu geraten? Gilt der Kampf um die Preisstabilität als gescheitert, wenn mit Rücksicht auf den konjunkturellen Bremseffekt auf Zinserhöhungen verzichtet wird? Oder wird genau dieser defensive Ansatz marktseitig honoriert, weil er zumindest keine neuen Wachstumssorgen hervorruft? All dies sind heikle Fragen, mit denen wir im kommenden Jahr konfrontiert werden könnten, und dies ausgerechnet dann, wenn das Ende der Zinserhöhungen auf den ersten Blick auf ruhigere Zeiten hoffen lässt.

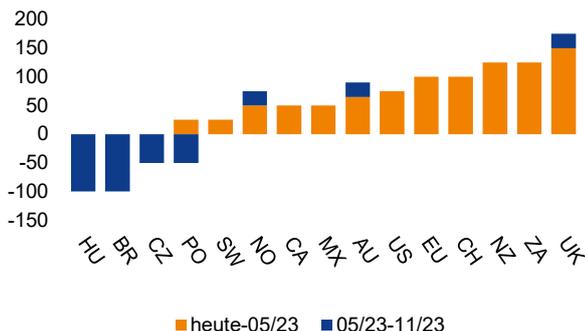
**Kampf gegen die Inflation: glorreicher Sieg oder Kapitulation?**

**Die neue Normalität – konkrete Beispiele aus unserer Coverage**

Im Jahr 2022 haben wir weltweit den Ausstieg aus der krisengeprägten Liquiditätsversorgung erlebt. Das kommende Jahr dürfte geprägt sein von der Kalibrierung der neuen geldpolitischen Normalität im Spannungsfeld von Rezessionsangst und anhaltend zu hoher Inflation. Das individuelle Ergebnis wird alles andere als einheitlich ausfallen, und die Zentralbanken in unserer Coverage decken das gesamte Spektrum ab: Wir haben Notenbanken, die auch in der zweiten Jahreshälfte 2023 noch unbeirrt an Leitzinserhöhungen festhalten werden, und solche, die sich zu Zinssenkungen und einer 180-Grad-Wende weg von ihrem restriktiven Kurs gezwungen sehen.

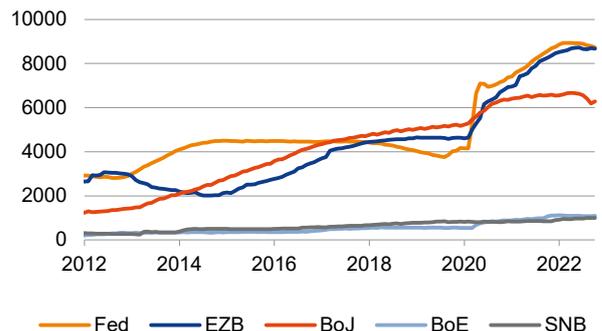
**Auf der Suche nach der neuen geldpolitischen Normalität**

2023: AB Q2 KEHRT ENDLICH WIEDER ETWAS RUHE EIN  
ERWARTETE ZINSÄNDERUNGEN IN BP (PROGNOSE DZ BANK)



Quelle: DZ BANK Research, Refinitiv

DIE ÄRA DER STETIG EXPANDIERENDEN BILANZEN IST VORÜBER  
BILANZSUMME, MRD. USD (OHNE FX-EFFEKT, USD-KURS KONSTANT)



Quelle: Bloomberg

Die größte Aufmerksamkeit erfährt fraglos die Diskussion um US-Notenbank und EZB. (Nähere Details zu ihren Plänen sind [hier](#) zu finden.) Wir rechnen damit, dass die EZB ihren letzten Zinserhöhungsschritt im aktuellen Zyklus im März vornimmt, die Fed sollte nach einer letzten Erhöhung im Februar innehalten. Zinssenkungen sehen wir hier über unseren Prognosehorizont bis Ende 2023 nicht, auch wenn die bevorstehende US-Rezession entsprechende Marktspekulationen geradezu provozieren sollte. Ganz grob in diesem Zeitraum (Ende erstes Quartal/Frühjahrsanfang) dürfte sich auch in der Schweiz, Kanada und Südafrika herauskristallisiert haben, dass der Höhepunkt der Leitzinsen erreicht ist.

Die Zentralbanken in Brasilien, Ungarn, Tschechien und Polen sind da schon deutlich weiter. Sie haben ihren Zinserhöhungskurs bereits offiziell für beendet erklärt bzw. dürften dies in Kürze tun (Polen). Mit Blick auf das zweite Halbjahr 2023 rechnen wir hier mit den ersten Leitzinssenkungen. Das ist insofern nur konsequent, weil diese Länder auch die ersten waren, die seit Sommer 2021 auf eine geldpolitische Vollbremsung gesetzt hatten, bevor dies im Rest der Welt auch nur vage am Horizont erschienen war. Die weitere Entwicklung an diesen EM-Märkten könnte daher auch 2023 erneut als Blaupause für andere Regionen dienen. Die Erwartung einer Zinswende nach unten in Brasilien und den CE3 resultiert nämlich nicht etwa aus einem Sieg über die Inflation; diese bleibt mit zu erwartenden knapp 14% (J/J) in Ungarn oder gut 12% (J/J) in Polen klar über den Zielwerten. Vielmehr setzen wir darauf, dass die Geldpolitik den tiefen Wachstumssorgen Rechnung tragen und der Konjunktur entsprechende monetäre Unterstützung geben wird.

Dass die Antwort auf die weiter bestehenden Inflationsrisiken auch anders aussehen kann, dürfte sich dagegen in Großbritannien, Australien, Schweden und Norwegen zeigen. Dort rechnen wir auch noch im zweiten Halbjahr mit weiteren Zinserhöhungen - zwar nicht in den Sieben-Meilen-Stiefeln, die die Währungshüter am aktuellen Rand tragen, aber im internationalen Vergleich kann man sich in dieser Phase selbst mit 25er Schritten noch positiv abheben.

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

### **Währungsmärkte im Jahr 2023: schwierige Fahrwasser**

Man sollte meinen, dass mit diesen geldpolitischen Vorgaben auch das Leitmotiv für die Währungsmärkte auf der Hand liegt. Und sicherlich wird das Rätselraten über das weitere Ausmaß der zusätzlichen Zinserhöhungen bzw. die Erwartung erster Senkungen den Devisenmarkt im kommenden Jahr stark beeinflussen. Doch ebenso wie die Reaktionsfunktion der Zentralbanken im aktuellen Umfeld ungewiss ist, so ist auch die Auswirkung des geldpolitischen Impulses auf den Devisenmarkt nicht immer eindeutig.

Dies zeigt auch der Blick auf das Jahr 2022. Denn folgt man traditionellem Denken, müssten Währungen aufwerten, deren Zentralbanken die größten (kumulierten) Leitzinserhöhungen vornehmen. Beim Dollar gegenüber den anderen G10-Währungen hat dies im Jahr 2022 durchaus zugetroffen: Die Fed war mit kumulierten Leitzinserhöhungen von 3,75% Spitzenreiter und der Dollar hat gegenüber allen G10-Währungen aufgewertet. Der Schweizer Franken z.B. tanzt jedoch (wohl auch aufgrund seines Safe-Haven-Status und der FX-Kehrtwende der SNB) aus der Reihe: Mit kumulierten Zinserhöhungen von „nur“ 1,25% verlor er unter den G10 gegenüber dem Dollar seit Jahresanfang am wenigsten. Gegenüber dem Euro konnte der Franken sogar aufwerten, obwohl die EZB deutlich aggressiver die Zinszügel bediente. Bei den Währungen der Schwellenländer sind die Grenzen der Theorie noch offen-

### **Alle Augen auf EZB und Fed**

**"Fifo-Prinzip" (First in, first out)  
Zinserhöhungen haben früh angefangen und sind jetzt schon vorbei**

**Wer in H2/2023 noch weiter erhöht,  
sticht auch mit nur 25er Schritten international heraus**

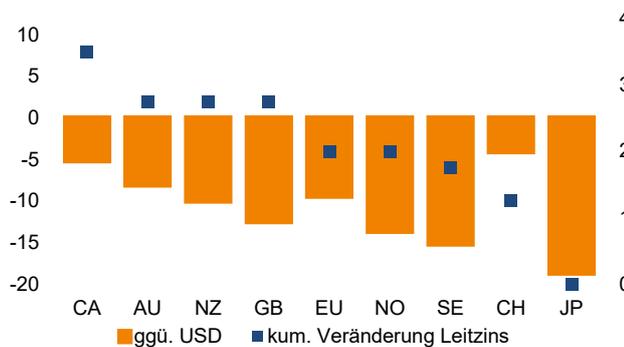
**An geldpolitischen Impulsen mangelt es nicht...**

**...die Auswirkungen auf den Währungsmarkt sind jedoch nicht so eindeutig wie man vielleicht vermuten würde**

sichtlicher, auch wenn sie bei unseren lateinamerikanischen Währungen wunderbar funktionierte. Sowohl die Notenbank in Brasilien, als auch in Mexiko hatten bereits frühzeitig in 2021 mit Zinserhöhungen begonnen und sich einen großen Zinsvorsprung gegenüber den USA und dem Euroraum erarbeitet. Auch gemessen am Realzins ist die Geldpolitik hier straffer als anderswo. Entsprechend gehörten beide Währungen zu den wenigen, die in 2022 gegenüber dem US-Dollar bisher zulegen konnten. Anders in Europa: obwohl die ungarische Notenbank mit einer Veränderung von über 10%-Punkten am stärksten ihren Leitzins erhöhte, büßte lediglich die türkische Lira aufgrund der unorthodoxen Geldpolitik ihrer Zentralbank gegenüber Dollar und Euro mehr an Wert ein als der ungarische Forint. Eindeutig ist die Relation zwischen Geldpolitik und dem Währungsmarkt also nicht – selbst in geldpolitisch extrem bewegten Jahren wie diesem. Damit wollen wir jedoch sicherlich nicht soweit gehen, die Relevanz der Geldpolitik zu negieren. Insbesondere in der ersten Jahreshälfte des kommenden Jahres wird sie auch weiterhin stark im Fokus stehen.

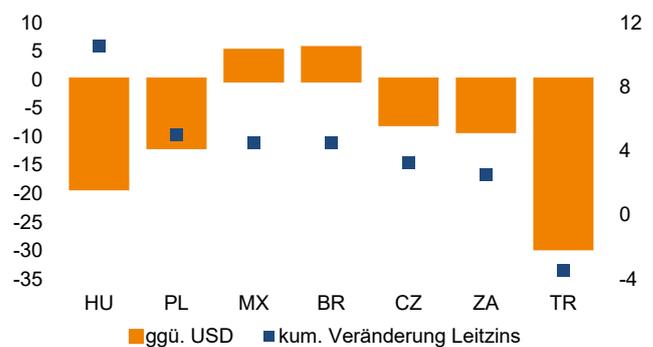
**Insbesondere unter den Schwellenländern sind höhere Zinsen kein Garant für eine stärkere Währung**

**LEITZINSERHÖHUNGEN VS. WÄHRUNGSPERFORMANCE: G10**  
LS: % VERÄNDERUNG (IN PROZENT) VS. USD; RS: LEITZINSERHÖHUNG (IN PROZENTPUNKTEN); SEIT 1. JANUAR 2022



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

**LEITZINSERHÖHUNGEN VS. WÄHRUNGSPERFORMANCE: EM**  
LS: % VERÄNDERUNG (IN PROZENT) VS. USD; RS: LEITZINSERHÖHUNG (IN PROZENTPUNKTEN); SEIT 1. JANUAR 2022



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

### AUD, NOK und SEK profitieren von höheren Zinsen

Relativ traditionellen Mustern dürften dabei vor allem AUD, NOK und SEK folgen. Drei Währungen, die u.a. davon profitieren sollten, dass ihre Zentralbanken bis in die zweite Jahreshälfte 2023 weiter an der Zinserhöhungsschraube drehen werden. Das perfekte Gegenbeispiel ist hierzu das britische Pfund, für das wir trotz den von uns unterstellten Zinserhöhungen keine zusätzliche Aufwertung erwarten. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass wir davon ausgehen, dass die britische Wirtschaft eine tiefe Rezession durchlaufen wird, die sich bis in die Mitte des kommenden Jahres hinziehen dürfte. Aus Sicht des Pfundes kommt natürlich auch die politische Lage erschwerend hinzu. Zwar ist es der Regierung unter Rishi Sunak gelungen, wieder etwas Stabilität herzustellen, es bleiben jedoch signifikante Risiken bestehen.

**AUD, NOK und SEK sollten durchaus von der heimischen Geldpolitik profitieren**

### EUR vs. USD: Rezession vs. Rezession

Rezessionsorgen belasten auch in der Eurozone und in den USA den Blick auf das Jahr 2023. Beide Zentralbanken werden ihre Leitzinsen zwar zunächst weiter anheben, dies aber in moderaterem Tempo, bevor sie dann zum Ende des ersten Quartals eine abwartende Haltung einnehmen. Insbesondere der US-Dollar hat zuletzt unter der Erkenntnis, dass sich die Fed dem Ende ihres Zinserhöhungszyklus nähert, gelitten. Historisch betrachtet könnte die Kombination aus einer ausgewachsenen US-Rezession und einer Beendigung des Erhöhungszyklus durchaus eine dynamische Abwertung des Dollars nahelegen. Dem steht jedoch entgegen, dass sich

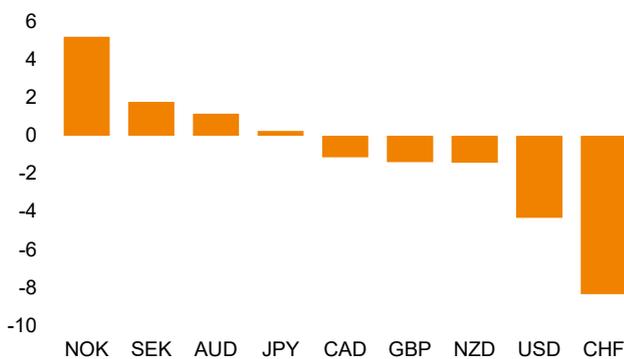
**Der Dollar muss sich jedoch mit dem nahenden Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus auseinandersetzen**

die US-Rezession auf globaler Ebene in guter Gesellschaft befindet. Der Dollar sollte in kommenden Jahr daher zwar abwerten, aber keine rasante Talfahrt hinlegen.

Einer der Profiteure eines schwächeren Dollars ist sicherlich der Euro, der angesichts der Risiken vor seiner Haustür wirklich jegliche Schützenhilfe gebrauchen kann. Die Zinserhöhungen der EZB und der von uns im Frühjahr 2023 erwartete Beginn des Quantitative Tightenings sollten dem Euro dabei helfen, sich wieder fest oberhalb der Parität zu stabilisieren. Eine signifikante Aufwertung über die Marke von 1,10 USD trauen wir ihm dennoch nicht zu (eine detailliertere Analyse unserer EUR-USD-Prognose finden Sie [hier](#)).

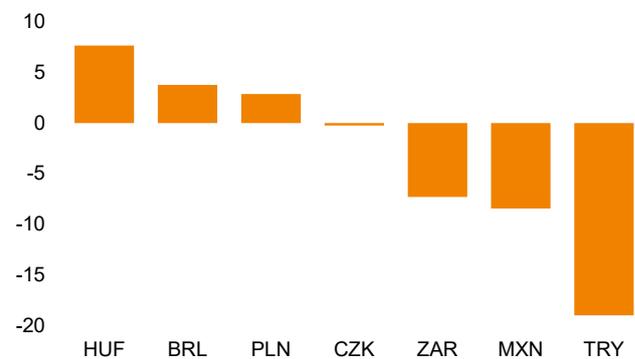
**Dem Euro trauen wir allenfalls eine leichte Aufwertung zu**

**ERWARTETE WÄHRUNGSPERFORMANCE: G10**  
VS. EUR, +12 MONATE (IN PROZENT)



Quelle: DZ BANK

**ERWARTETE WÄHRUNGSPERFORMANCE: EM**  
VS. EUR, +12 MONATE (IN PROZENT)



Quelle: DZ BANK

### CE3: Im Windschatten des Euro

Im Windschatten des Euros dürften auch die CE3-Währungen erneut etwas Morgenluft schnuppern können. Ihre Zentralbanken hatten früh damit begonnen, die Leitzinsen anzuheben. In Polen erwarten wir noch einen kleinen Schritt nach oben, in Ungarn und Tschechien sind die Erhöhungszyklen jedoch bereits beendet. Die konjunkturelle Entwicklung bereitet in allen drei Ländern Sorge, die sehr hohe Inflation verhindert jedoch ein frühes Einlenken seitens der Zentralbanken. Erste Zinssenkungen stehen somit erst Ende 2023 auf der Agenda. In der Zwischenzeit dürften die Währungen sich am Euro orientieren und im kommenden Jahr leichte Aufwertungs dynamik an den Tag legen.

**Den CE3-Währungen gestehen wir moderates Aufwertungspotenzial zu**

### Geldpolitische Problemfälle

Während manche Währungen durchaus aktive Unterstützung durch die heimische Geldpolitik erfahren, gibt es natürlich auch Währungsräume, in denen die Geldpolitik eher als Risiko gesehen wird. Dies trifft natürlich im besonderen Maße auf die Türkei zu, wo die Zentralbank (bzw. die Regierung) an ihrer extrem unorthodoxen Strategie festhält und versucht, das Inflationsproblem mit *Zinssenkungen* zu bekämpfen. Die Lira leidet und wird auch im kommenden Jahr fraglos das Nachsehen haben. Zwar ist es der Regierung mit diversen Unterstützungsmaßnahmen gelungen, eine dramatische Abwertung zu verhindern, eine nachhaltige Trendumkehr wird unter den gegebenen Voraussetzungen jedoch kaum gelingen.

**In der Türkei lastet die unorthodoxe Geldpolitik weiterhin auf der Lira**

Ein echtes geldpolitisches Problem haben die lateinamerikanischen Währungen zwar nicht, allerdings müssen sie im kommenden Jahr die Abkopplung von der Geldpolitik in den USA bewältigen, was für die jeweiligen Währungen immer mit gewissen Risiken verbunden ist. Erste Schritte diesbezüglich ist die Banco Central do

**In Lateinamerika koppeln sich die Zentralbanken zunehmend von der Fed ab**

Brasil bereits in diesem Jahr erfolgreich, d.h. ohne größere Belastungen für den Real, gegangen.

Ebenfalls geldpolitisch belastet bleibt der Yen, der unter dem sturen Festhalten der Bank of Japan an ihrem ultra-expansiven Kurs leidet. Dass man im Finanzministerium mittlerweile ganz offen versucht dagegenzuhalten, sorgt allenfalls für noch größere Verunsicherung. Auch nach der im April anstehenden Neubesetzung des Chefpostens bei der BoJ ist eine komplette Neuorientierung der japanischen Geldpolitik unwahrscheinlich, so dass wir dem Yen gegenüber dem Euro nicht mehr als eine Stabilisierung auf niedrigen Niveaus zutrauen.

Auch der Schweizer Franken wird im kommenden Jahr wohl keine Rückendeckung (mehr) durch seine Nationalbank erhalten. Der Inflationsdruck, der sich in der Schweiz ohnehin später und dann in geringerem Ausmaß als in vielen anderen Ländern aufgebaut hatte, lässt bereits seit dem Spätsommer nach. Im Frühjahr 2023 sollte das SNB-Ziel von 2% dann schon wieder erreicht sein. Dies, in Kombination mit der nachlassenden Nachfrage nach sicheren Häfen, dürfte den Franken abwerten lassen.

**Fazit**

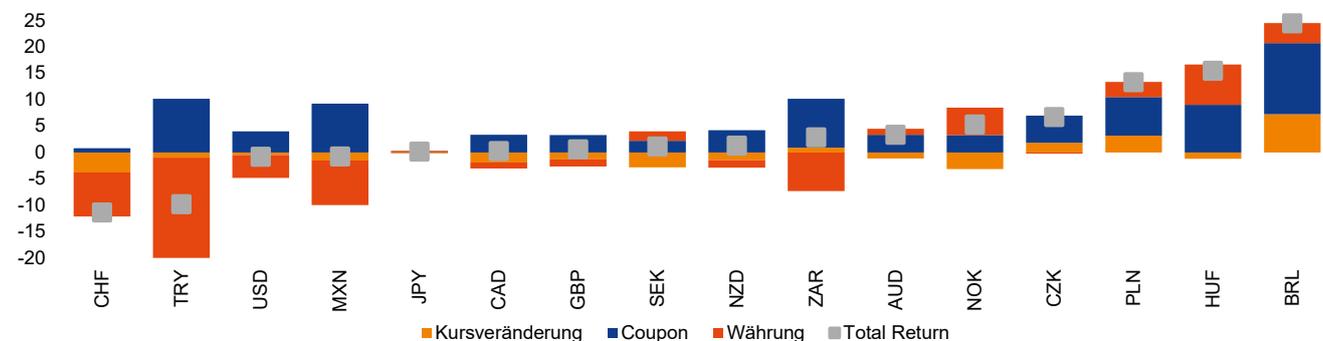
Das Jahr 2023 wird für den Währungsmarkt erneut große Herausforderungen bereithalten. Rezession, Inflation, geopolitische Unsicherheiten und politische Risiken pflastern den Weg, der vor uns liegt. Einige der Problemfelder, die uns im Jahr 2022 in Atem gehalten haben, sind mittlerweile geklärt, viele verbleiben jedoch. In diesem Umfeld ist es äußerst schwierig, klare Gewinner im Währungssegment zu identifizieren. Der Dollar, der trotz seiner zuletzt erlittenen Verluste als klarer Sieger aus dem Jahr 2022 hervorgeht, dürfte im kommenden Jahr nicht mehr eindeutig dominieren. Der Euro sollte sich wieder solider präsentieren, große Sprünge trauen wir ihm angesichts der Lage jedoch ebenfalls nicht zu. Unter den G10 gestehen wir lediglich drei Währungen nachhaltige Gewinne zu: AUD, NOK und SEK. Unter den von uns gecoverten Schwellenländern bieten die CE3 und der brasilianische Real Chancen. Auf der Verliererseite sind vor allem der Schweizer Franken und die türkische Lira zu nennen.

**Der Yen sollte ein besseres Jahr 2023 erleben, eine echte Erholung gestehen wir ihm jedoch nicht zu**

**Der CHF dürfte erneut abwerten - die Inflation in der Schweiz wird wohl schon im Frühjahr auf den Zielwert der SNB zurückkehren**

**Angesichts der vielen bestehenden Unsicherheitsfaktoren, gehen wir davon aus, dass die Volatilität am Devisenmarkt auch im kommenden Jahr hoch bleibt**

**TOTAL RETURN ERWARTUNGEN AUF SICHT VON 12 MONATEN VS. EUR (IN PROZENT)**



Quelle: DZ BANK

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

## G10 WÄHRUNGEN

### EWU: Nach der EZB-Sitzung ist vor der EZB-Sitzung

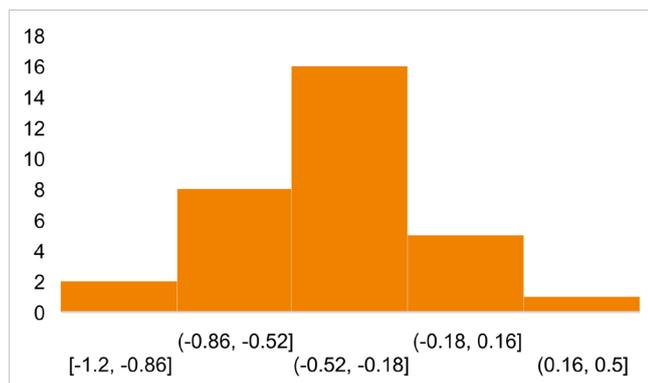
Die nächste Sitzung der EZB steht am 15. Dezember an und wird am Markt mit einiger Spannung erwartet. Dass die Leitzinsen weiter steigen ist klar, die Frage ist wieviel. Die Falken im Rat geben sich aktuell kämpferisch. Sie betonen immer wieder die Notwendigkeit eines wachsam und proaktiven Vorgehens. Einige von ihnen haben zuletzt dafür plädiert, den Leitzins im Dezember erneut um 75 Basispunkte anzuheben. Wir bezweifeln allerdings, dass es für einen weiteren Jumbo-Schritt die notwendige Mehrheit im Rat geben wird. Ein 50 Basispunkte Schritt ist daher wahrscheinlicher. Gleichzeitig muss sich die EZB nun der Frage zuwenden, wie sie mit den Reinvestitionen unter dem Asset-Purchase-Programme (APP) weiter verfahren wird. Die Tatsache, dass Banken nun nur knapp 300 Mrd. Euro an TLTRO-Geldern zurückgegeben haben, dürfte vor allem die Falken darin bestärken, das Tapering (also die Reduktion der Reinvestitionen) bald anzugehen. Eine diesbezügliche Ankündigung im Dezember ist zu erwarten.

Für den Euro dürfte die kommende EZB-Sitzung dennoch wenig Überraschendes enthalten. Zwar sind sich Analysten und Investoren weiterhin nicht einig darüber, wie weit der Zinserhöhungspfad genau laufen wird (aktuell ist eine Anhebung des Einlagesatzes auf 2,80% im Mai 2023 eingepreist), die Unsicherheit darüber, wie sich die EZB im Umfeld hoher Inflation und negativem Wachstum verhält, hat jedoch im Verlauf der vergangenen Woche etwas nachgelassen. Dies macht den Euro weniger anfällig für große (Euro-seitige) Schwankungen. Man traut sich kaum, es zu schreiben, aber vielleicht ist dem Euro ja sogar eine beschauliche Weihnachtszeit vergönnt.

### EZB sollte sich im Dezember zu ihren Tapering-Plänen äußern

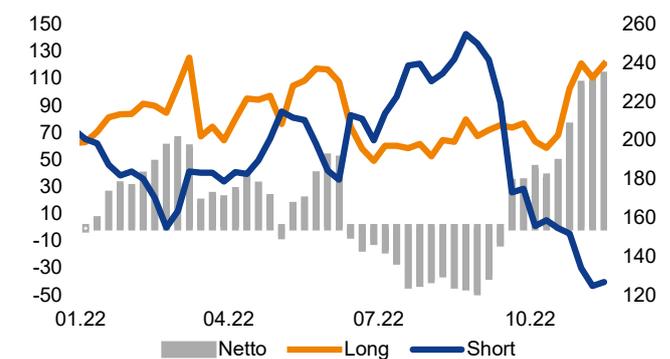
### Echtes Überraschungspotenzial für den Euro sehen wir mit Blick auf die EZB-Sitzung nicht

#### WACHSTUMSERWARTUNGEN MIT FRAGEZEICHEN BEHAFTET KONSENS BIP-PROGNOSEN, Q1 2023 (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

#### SPEKULATIVER MARKT RENNT VORWAUS SPEKULATIVE EUR-USD-POSITIONEN; LS: NETTO; RS: BRUTTO (IN '000 KONTRAKTEN)



Quelle: Bloomberg

Das größte Potenzial für erneute Unruhe liegt sicherlich in der weiteren Entwicklung der Wachstums- und Inflationsdaten. Dass die Eurozone im Winterhalbjahr eine Rezession erlebt, ist (fast) unbestritten. Die Frage, wie tief diese Rezession sein wird, ist jedoch mit Fragezeichen behaftet. Während unsere Volkswirte z.B. für das erste Quartal 2023 mit einem Negativwachstum von 1,2% (Q/Q) rechnen, gibt es Häuser, deren Prognosen eher bei einer „roten Null“ liegen. Behalten wir recht (worauf man eigentlich nicht hoffen mag), stehen dem Markt in den kommenden Monaten einige herbe Enttäuschungen bevor. Auf der Inflationsfront sieht es ebenfalls wenig erfreulich aus. Zwar sollte der Inflationsdruck in den kommenden Monaten langsam nachlassen, die Raten verbleiben jedoch auf einem dramatisch erhöhten Niveau. Die

### Wachstumsenttäuschungen stellen kurzfristige Gefahr für die Währung dar

Zwickmühle, in der europäische Regierungen und Zentralbanken stecken, wird sich auf absehbare Zeit also nicht auflösen. Für den Euro birgt dies sicherlich auch weiterhin Risiken.

Nach unserem letzten Prognoseupdate von Anfang November erwarten wir auf Sicht von drei Monaten dementsprechend auch ein EUR-USD-Niveau von lediglich 1,00 USD. Danach erwarten wir zwar eine leichte Erholung des Euros, diese wird aber allenfalls moderat ausfallen (siehe unseren Ausblick 2023 vorne).

**EUR-USD Prognose (+3M) bei 1,00 USD**

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

**USA: Dollar angeschlagen aber nicht geschlagen**

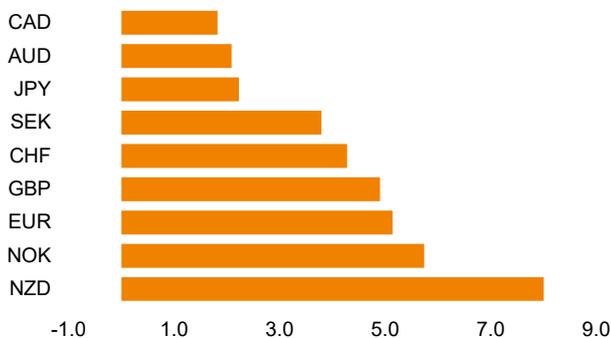
Der US-Dollar hat in den vergangenen Wochen deutlich an Wert verloren. Der Index, der Ende September noch auf Niveaus von 115 Punkten handelte, fiel dabei zuletzt auf ein zwischenzeitliches Tief bei 105 Zählern. Die Abwertung des Dollars spiegelt sich gegenüber allen anderen G10-Währungen wider. Am meisten profitieren konnten NZD, NOK und der Euro, der sich derzeit robust oberhalb der Parität behauptet.

**Dollar erleidet deutliche Verluste**

Nach Gründen für die jüngste Schwäche des Dollars muss man nicht lange suchen: hier ist sicherlich vor allem die Tatsache zu nennen, dass der Markt sich zunehmend auf das nun absehbare Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus fokussiert. Zum Ende des ersten Quartals, so die aktuelle Markteinschätzung, sollte die Fed ihre Terminal Rate bei 5% erreichen. Bereits wenige Monate später sind dann auch schon die ersten Zinssenkungen eingepreist. Wir sind mit unserer eigenen Prognose etwas vorsichtiger: anstatt die Zinsen bis auf 5% anzuheben, nur um sie direkt danach wieder zu senken, gehen wir davon aus, dass die Fed bei 4,75% aufhört und dieses Zinsniveau dann für den Rest des Jahres beibehält. Für den Dollar ist derzeit aber erst mal wichtig, dass die Fed sich dem Ende ihres Zinserhöhungspfads nähert, was die Währung belastet.

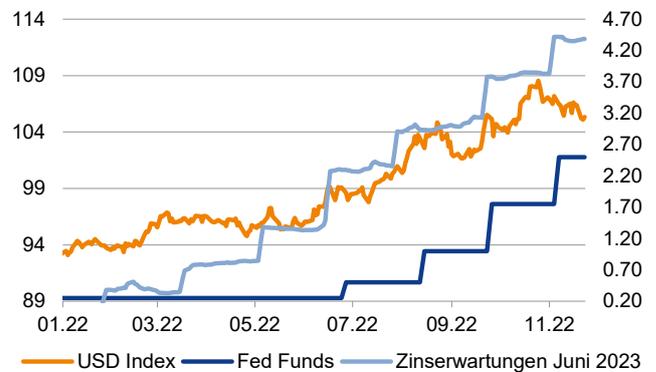
**Der Markt fokussiert sich zunehmend auf das Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus**

**DOLLAR VERLIERT AUF BREITER FRONT AN WERT**  
%-UALE VERÄNDERUNG VS. USD SEIT 1. OKTOBER 2022



Quelle: Bloomberg

**FED-ERHÖHUNGSZYKLUS RÜCKT INS BLICKFELD**  
LS: USD INDEX; RS: FED FUNDS UND IMPLIZITE ZINSErwARTUNG JUNI 2023 (BEIDES IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

Neben der Fed gibt es einen zweiten Faktor, der, *ceteris paribus*, für einen schwächeren Dollar spricht: die von uns erwartete deutliche wirtschaftliche Abkühlung. Die US-Wirtschaft befindet sich auf dem Weg in eine Rezession, die deutlich tiefer aus-

**Auch die wirtschaftliche Entwicklung birgt Risiken für den Dollar...**

fallen sollte, als der Markt aktuell erwartet. In den kommenden Wochen dürfte sich die Erkenntnis, wie schlecht es um die US-Wirtschaft steht, jedoch zunehmend durchsetzen. Das nahende Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus, gepaart mit dem sich rapide eintrübenden wirtschaftlichen Ausblick, spricht eigentlich für eine deutliche und anhaltende Korrektur des Dollars – und unter „normalen“ Umständen, würden wir diese sicherlich prognostizieren. Dies sind jedoch keine „normalen“ Umstände. Denn egal wie schlecht die Lage in den USA ist, sie ist anderenorts kaum besser. Angesichts der enormen wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken, die uns auch im kommenden Jahr bevorstehen, ist es u.E. nach unwahrscheinlich, dass der Sichere Hafen US-Dollar signifikant und nachhaltig abwerten wird.

**...allerdings sieht es anderenorts kaum besser aus**

Was jedoch nicht heißt, dass wir mit Blick auf die kommenden Wochen eine weitere Abwertung des Dollars ausschließen wollen. Eine weniger hawkische Fed und schwache US-Wirtschaftsdaten haben in Kombination sicherlich das Potenzial, für zusätzliche Verluste zu sorgen.

**Kurzfristig sehen wir weitere Rückschlagsrisiken für den Dollar**

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

**Japan: 2023 wird das Jahr der großen Wende**

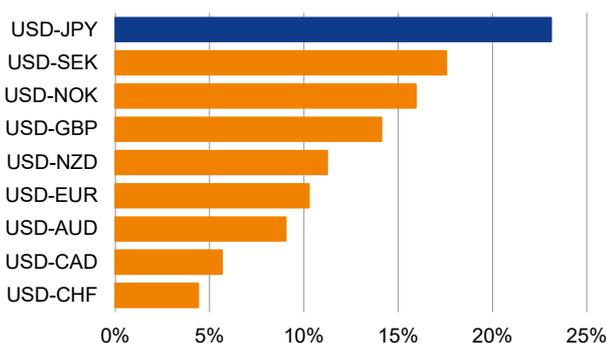
Das gesamte Jahr 2022 war für den japanischen Yen von einer massiven und (abgesehen von einer spekulativen Übertreibung im Oktober) durchweg gerechtfertigten Schwächephase geprägt. Eine Bank von Japan, die das Aufkommen von Inflation stoisch ignoriert und damit jeglichen Hauch von geldpolitischer Änderung im Keim erstickt hat, ist auf internationale Konkurrenz getroffen, die ihrerseits jede Chance zur Straffung genutzt hat. Kein Wunder, dass der Yen seit Jahresanfang das Schlusslicht unter den G10-Währungen ist und seine Schwäche nur im EM-Segment von politischen Wackelkandidaten wie der Türkei oder Ungarn übertroffen wird.

**Yen als Schlusslicht im Jahr 2022: aus zahlreichen Gründen ...**

Auch wenn wir für das fundamentale Bild für Japan im kommenden Jahr keine durchgreifende Änderung sehen, rechnen wir doch mit einer klaren Trendwende beim Yen. Dies gilt v.a. für USD-JPY und nährt sich aus zwei Überlegungen: Zum einen dürften die glorreichen Tage des übermächtigen US-Dollars angesichts von US-Rezession und auslaufenden Zinserhöhungen gezählt sein, unter denen der Yen überproportional gelitten hatte. Zum anderen könnte die geldpolitische Wende endlich auch in Japan zum Thema werden.

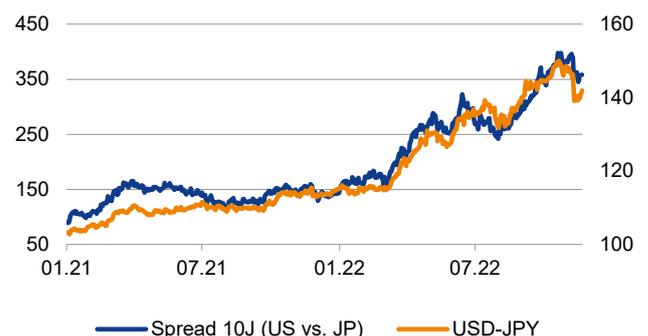
**... und zwei Gründe, warum sich dies 2023 ändern könnte**

**YEN HATTE DEM USD 2022 AM WENIGSTEN ENTGEGENZUSETZEN**  
VERÄNDERUNG SEIT 01.01.2022 IN %



Quelle: Refinitiv

**OHNE WACHSENDEN US-ZINSVORTEIL HAT YEN WIEDER CHANCEN**  
SPREAD US VS. JP 10J STAATSANLEIHEN (L.S.) UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Damit zielen wir explizit nicht auf eine traditionelle Leitzinserhöhung, sondern auf eine neue Außenwahrnehmung der BoJ-Politik, die durch den anstehenden Führungswechsel an der BoJ-Spitze ab April möglich wird. Kuroda hat das letzte Jahrzehnt mit innovativen und immer expansiveren Liquiditätsmaßnahmen geprägt. Und er beschönigt auch heute den Inflationsdruck noch immer als nur temporär, obwohl das Inflationsziel bereits seit sieben Monaten klar verletzt wird und die Inflationsrate inzwischen auf ein 40-Jahres-Hoch gestiegen ist. Unter Kurodas Vorsitz scheint eine Abkehr vom ultra-expansiven Kurs illusorisch. Das Rennen um seine Nachfolge ist noch völlig offen und öffnet damit Tür und Tor für personal- und geldpolitische Spekulationen.

**Abkehr von Expansionskurs unter Kuroda illusorisch, aber die Uhr tickt**

Bereits Nuancen einer Neuausrichtung könnten marktseitig als bahnbrechende Wende (über)interpretiert werden, selbst wenn Japans Geldpolitik auch in 2023 die lockerste weltweit bleiben sollte. Hierbei könnte es beispielsweise um eine Erweiterung der zulässigen Bandbreite beim JGB-Zinsziel gehen. Oder um das Eingeständnis, dass die Yen-Schwäche schwerwiegende Folgen hat und aus geldpolitischer Sicht eben doch nicht wünschenswert ist, was den derzeit offen ausgetragenen Machtkampf mit dem Finanzministerium beilegen würde. Auch eine bloße Änderung in der verbalen Beurteilung des Inflationsbilds (Abkehr vom Hoffen auf nur temporären Preisdruck) hätte vermutlich weitreichende Folgen, ganz ohne dass die geldpolitischen Parameter (Leitzins, YCC-Politik, ...) angetastet werden müssten. Weder Regierung noch Notenbank werden ein Interesse daran haben, dass der Yen ebenso schnell wieder aufwertet, wie er abgewertet hat. Eine USD-JPY-Annäherung an den Bereich um 130 JPY erscheint uns in diesem Umfeld als solider Kompromiss (+12M-Prognose). Dass von der großen Yen-Wende in EUR-JPY eher wenig zu sehen sein wird, verdanken wir der Erwartung eines global erstarkenden Euro.

**Geldpolitische Neuausrichtung auch ohne großen Startschuss zum Exit**

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

### **UK: Bank of England verfolgt schwierigen Kurs**

Nach einem recht unruhigen Herbst erwarten die britischen Finanzmärkte im nahenden Winter etwas mehr Stabilität. Was die Fiskalpolitik betrifft, so kehrte der Schatzkanzler mit seiner Herbstklärung am 17. November zu einem konventionellen Ansatz zurück. Seine weithin bekannten Pläne zur Stabilisierung der öffentlichen Finanzen durch eine Mischung aus Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen in Höhe von insgesamt 55 Mrd. GBP über einen Zeitraum von fünf Jahren lösten bei den Devisenhändlern so gut wie keine Reaktion aus. Da die mittelfristigen Aussichten jedoch eher ernüchternd sind, wird die Tatsache, dass unliebsame Überraschungen an der politischen Front ausbleiben dürften, von den Märkten begrüßt. Das Vertrauen in das wirtschaftspolitische Handeln der Regierung hat sich zwar verbessert, die Wirtschaftslage an sich ist aber nicht unbedingt besser geworden. Sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion sind auf Jahresbasis seit sechs Monaten oder länger rückläufig. Es wird erwartet, dass die Wirtschaft in diesem Quartal in eine Rezession eintritt und dort mindestens bis zum nächsten Sommer verharrt. Die DZ BANK hat zuletzt ihre BIP-Prognose für 2023 von -1,0% (J/J) auf -1,4% (J/J) revidiert.

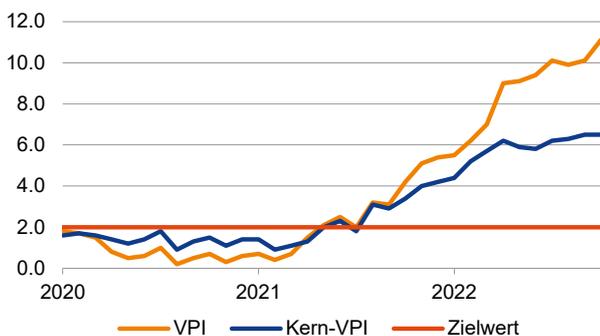
**Auch wenn die Fiskalpolitik wieder auf einen konventionellen Weg zurückkehrt, sind die wirtschaftlichen Aussichten immer noch trübe**

Obwohl die Bank of England zweifellos erleichtert ist, dass wieder fiskalische Orthodoxie ins Schatzamt eingekehrt ist, ist die Geldpolitik immer noch alles andere als einfach zu gestalten. Nicht nur die Gesamtinflation liegt bei über 11 % (J/J), sondern auch die Kerninflation steigt. Dies spiegelt einen breit angelegten Inflationsdruck wi-

**Die Geldpolitik muss einen schwierigen Kurs einschlagen mit dem Ziel, die Inflation auf 2% zurückzuführen**

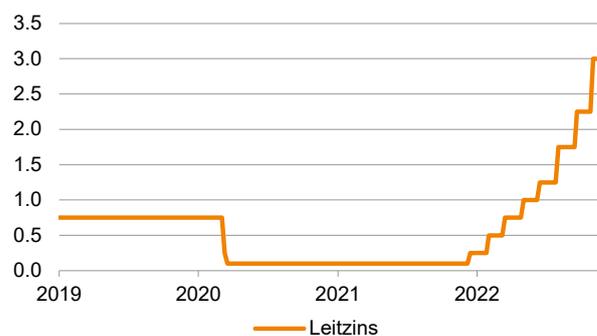
der. Die Zentralbank hat die Zinssätze seit Dezember 2021 deutlich angehoben, wobei die letzte Anhebung um 75 Basispunkte auf 3% die größte seit 30 Jahren war. Eine weitere Straffung ist nach wie vor erforderlich, um den Inflationsdruck zu verringern. Der geldpolitische Ausschuss (MPC) weiß jedoch nur zu gut, dass die Geldpolitik ein sehr stumpfes Instrument ist, um die steigenden Energiepreise zu bekämpfen, die der Hauptgrund dafür sind, dass die Inflation so hoch geklettert ist. Nun muss der MPC versuchen, die Inflationsprognose mit der Tatsache in Einklang zu bringen, dass das Vereinigte Königreich in eine Rezession eintritt und sich die meisten Ausgabenkürzungen des Schatzkanzlers erst in den Haushaltsjahren 2023-24 und 2024-25 auf die Wirtschaft auswirken werden. Die Geldpolitik muss dabei einen Drahtseilakt vollführen: Einerseits muss sie restriktiv genug sein, um die Inflation zu bändigen. Auf der anderen Seite würden zu hohe Leitzinsen die Konjunktur abwürgen. Unterdessen muss sie die Sorgen der Finanzmärkte nehmen, die Ende September deutlich zu Tage traten.

**NICHT NUR DER VERBRAUCHERPREISINDEX IST IN DIE HÖHE GESCHNELLT, SONDERN AUCH DIE KERNRATE IST TENDENZIELL GESTIEGEN UND SPIEGELT DEN ALLGEMEINEN PREISDRUCK WIDER**  
IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

**NACH ZINSERHÖHUNGEN UM JEWEILS 25 UND 50 BASISPUNKTE GAB ES IM NOVEMBER EINE ANHEBUNG UM 75 BASISPUNKTE, DIE GRÖSSTE SEIT ÜBER 30 JAHREN, ABER DAS IST EINE AUSNAHME**  
IN %



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund wird die BoE unserer Ansicht nach die Zinsen weiter anheben, wobei wir auf der MPC-Sitzung im Dezember einen Schritt von mindestens 50 Basispunkten erwarten. Danach wird viel von den kommenden Konjunkturdaten und -prognosen sowie von den Entwicklungen auf den Energie- und Arbeitsmärkten abhängen. Das Pfund hat eine geldpolitische Straffung von etwas mehr als 150 Basispunkten bis zum nächsten Sommer eingepreist. Seine Fähigkeit aber, sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch dem Euro an Boden zu gewinnen, wird in erheblichem Maße davon abhängen, wie sich die Geldpolitik der USA und der Eurozone entwickelt. Daneben wird man weiterhin die globalen Risikofaktoren im Blick behalten müssen, die die Attraktivität des "Greenback" seit Russlands Einmarsch in der Ukraine im Februar sehr beeinträchtigt haben. Die Aussichten für das Pfund sind also ungewiss und nicht überzeugend genug, um in nächster Zeit nennenswerte Kapitalströme aus dem Ausland anzuziehen. Dies dürfte potenzielle Kursgewinne in den Wintermonaten begrenzen, so dass eher mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen ist.

**Seitwärtsbewegung für das Pfund in den Wintermonaten zu erwarten**

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

## Schweiz: Geldpolitische Vollbremsung – mit Erfolg

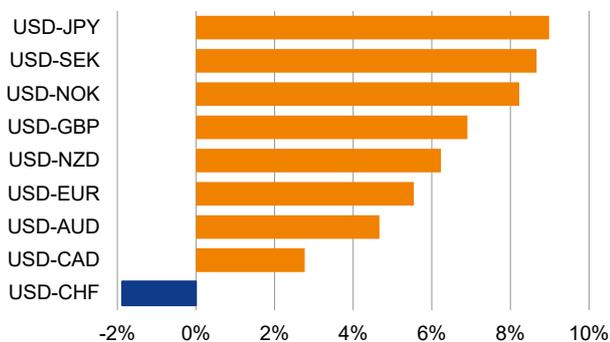
Nur wenige Währungsräume waren in den letzten Monaten in der Lage, dem (vermeintlich) unfehlbaren US-Dollar etwas entgegenzusetzen – der Franken zählt zu den Ausnahmen. Seit sich der Yen seinen Ruf als globaler Sicherer Hafen ruiniert hat, versteht es die Alpenwährung, diesen Trumpf inmitten von Geopolitik und globaler Inflationswelle zu ihren Gunsten auszuspielen. Doch damit nicht genug: mit ihrer Wende in Zins- und FX-Politik hat die Schweizer Notenbank der Währung sogar noch weitere Argumente geliefert. Statt sich (wie regelmäßig in den letzten Jahren) energisch gegen die Aufwertung zu stemmen, hat die SNB die Vorzüge eines festeren Frankens im Kampf gegen die importierte Inflation für sich entdeckt.

Die Zinsschritte der SNB (50 Bp im Juni, 75 Bp im September) mögen im internationalen Vergleich knauserig aussehen; sie bedeuten aber eine Erhöhung bei jeder einzelnen der nur vierteljährlichen Sitzungen sowie den Abschied von der seit 2014 prägenden Negativzinspolitik. Wie ernst es die SNB meint, lässt sich noch besser an den Maßnahmen jenseits des Leitzinses erkennen. Sie schöpft die Überschussliquidität aggressiv durch Reverse Repos und SNB-Bills ab. Seit dem diesbezüglichen Beschluss bei der Sitzung Mitte September sind die SNB-Sichteinlagen um 192 Mrd. CHF gefallen. (Zur besseren Einordnung dieser Zahl: Im weitaus größeren Euroraum wurden jüngst 296 Mrd. EUR bei den TLTROs der EZB zurückgeführt).

## SNB macht den CHF unwiderstehlich

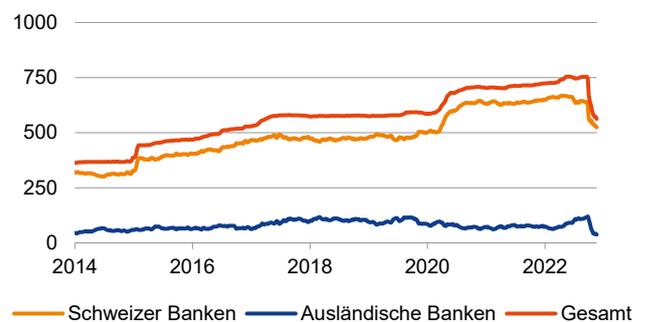
## Liquiditätsabschöpfung von knapp 200 Mrd. CHF seit September

### NUR DER CHF KANN SOGAR DEN USD ÜBERTRUMPFFEN VERÄNDERUNG SEIT 01.05.2022, IN %



Quelle: Refinitiv

### SNB ENTZIEHT DEM MARKT MASSIV LIQUIDITÄT SICHTEINLAGEN: GESCHÄFTSBANKEN BEI DER SNB, IN MRD. CHF



Quelle: Refinitiv

So eindeutig der Status Quo zugunsten des Schweizer Franken ausfällt, so wackelig dürfte dieses Fundament 2023 werden. Nicht nur, dass sich die Safe-Haven-Nachfrage tendenziell legen sollte; auch die Inflationsdynamik und damit der Zinserhöhungsbedarf in der Schweiz scheinen früher abzuklingen als im Rest der Welt. Die Konsumentenpreise waren zwar im Oktober mit 3,0% (J/J) noch stärker gestiegen als das SNB-Ziel zulässt; seit dem Höhepunkt im August bei 3,5% (J/J) ist die Inflationsrate jedoch schon wieder rückläufig. Die SNB pocht noch auf ihre geldpolitische Entschlossenheit und wird auch im Dezember nochmal „abliefern“, danach wird das Eis für weitere Zinserhöhungen aber dünn. Schon in Q2 rechnet das DZ BANK Research wieder mit einer Teuerung unter der Zwei-Prozent-Marke, also der Rückkehr zur Preisstabilität. Ohne Safe-Haven-Bedarf, ohne weitere Zinserhöhungen und ohne Inflationsdruck, der die währungspolitische SNB-Ausrichtung rechtfertigt, dürfte das Jahr 2023 dem Schweizer Franken nur selten Anlass zur Freude bereiten.

## 2023 liefert dem CHF wohl nur wenig Anlass zur Freude

## Australien & Neuseeland: Ende des Zinserhöhungszyklus rückt näher, ist aber noch nicht erreicht

Die jüngsten vierteljährlichen Inflationsdaten aus Neuseeland deuten darauf hin, dass sich das Tempo des Preisanstiegs abschwächt, auch wenn es mit fast 7% (J/J) noch weit über dem Ziel der Reserve Bank of New Zealand von 1 bis 3% liegt. Der neuseeländische Notenbankchef bekräftigte kürzlich seine Absicht, die Inflation wieder auf das Zielniveau zurückzuführen, der Straffungszyklus ist also noch nicht abgeschlossen. Neben den tentativen Anzeichen dafür, dass sich der Druck auf die Verbraucherpreise stabilisiert, gibt es für die Notenbank auch gute Nachrichten vom Wohnungsmarkt. Hier haben die höheren Zinssätze eindeutig den gewünschten Effekt, den Markt zu entlasten. Die Preissteigerungsrate ist von einem Höchststand von 28,7% (J/J) im zweiten Quartal 2021 auf nur noch 2% im dritten Quartal 2022 gesunken. Auf der anderen Seite spiegelt die Arbeitslosenquote von 3,3% im dritten Quartal einen sehr angespannten Arbeitsmarkt wider, während die Wirtschaft in einem ordentlichen Tempo wächst. Angesichts der hohen Inflation schlägt sich dies nun in den Lohnforderungen nieder. Das Lohnwachstum hat sich von 5,7% (J/J) im ersten Quartal auf 8,0% im dritten Quartal beschleunigt.

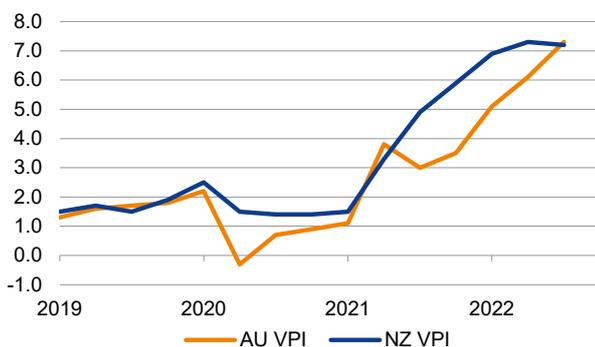
Wenn die RBNZ ihr Inflationsziel erreichen will, bleibt nicht viel Raum für Selbstzufriedenheit. Selbst nach einer Zinserhöhung um 75 Basispunkte am 23. November, mit der der Leitzins auf 4,25% angehoben wurde, ist davon auszugehen, dass die RBNZ in den folgenden Sitzungen bis 2023 weiter an der Zinsschraube drehen wird. Wir gehen davon aus, dass der Straffungszyklus im zweiten Quartal nächsten Jahres bei 4,75% endet. Nichtsdestotrotz wird erwartet, dass die Wirtschaft bis 2023 und darüber hinaus auf Wachstumskurs bleibt. Dies sollte den neuseeländischen Dollar stützen. Angesichts der unsicheren Aussichten für die Geldpolitik sowohl in der Eurozone als auch in den USA könnte die Fähigkeit des NZD, sich *deutlich* zu erholen, jedoch durchaus begrenzt sein.

**Anzeichen für nachlassenden Inflationsdruck in Neuseeland, aber Löhne bereiten weiterhin Sorgen**

**RBNZ immer noch weit vom Inflationsziel entfernt, daher weitere Straffung bis 2023 erwartet**

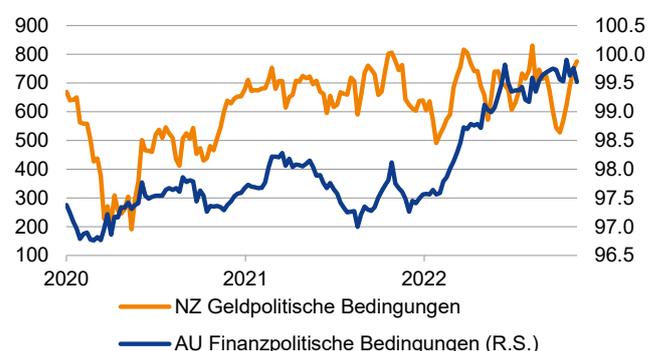
**Spielraum für NZD-Kursgewinne jedoch begrenzt**

**UNTERSCHIEDLICHE INFLATIONSERFAHRUNGEN: DER VPI SCHEINT IN NEUSEELAND SEINEN HÖHEPUNKT ZU ERREICHEN, WÄHREND ER IN AUSTRALIEN TENDENZIELL STEIGT IN PROZENT**



Quelle: Bloomberg

**TROTZ DER STRAFUNG DURCH DIE NOTENBANKEN SIND DIE GELDPOLITISCHEN BEDINGUNGEN IMMER NOCH NICHT SEHR STRIKT INDEXPUNKTE, NIEDRIGERE WERTE SPIEGELN STRIKTERE BEDINGUNGEN WIDER**



Quelle: Bloomberg

Auch in Australien scheint die Wirtschaft in relativ guter Verfassung zu sein. Allerdings wird für 2023 eine etwas schwächere Entwicklung erwartet: Nach einem BIP-Wachstum von 3,8% (J/J) in 2022 liegt die DZ BANK-Prognose für 2023 bei 2,0%. Die weniger positiven Aussichten werden durch den Abwärtstrend des Index der Frühindikatoren und der Einkaufsmanagerumfragen gestützt, die beide seit Mitte letzten Jahres allmählich nach unten tendieren.

**Australisches Wirtschaftswachstum dürfte sich 2023 deutlich verlangsamen**

Was die Geldpolitik anbelangt, so hat die Reserve Bank of Australia (RBA) seit über einem Jahr mit einer steigenden Inflation zu kämpfen. Nun deuten die kürzlich veröffentlichten monatlichen Daten darauf hin, dass sich die Inflationsrate bei etwa 7% (J/J) einpendeln könnte. Aktuell liegt die Inflation zwar weit über dem Ziel der RBA, aber zumindest gibt es erste Zeichen der Mäßigung. Ebenso wie in Neuseeland ergibt sich auch bei anderen Indikatoren für den Inflationsdruck ein gemischtes Bild. Angesichts eines angespannten Arbeitsmarktes ist der vierteljährliche Index der Lohnkosten von einem Tiefstand von 1,4% (J/J) in Q3 2020 auf 3,1% (J/J) in Q3 2022 gestiegen. Zum anderen haben die höheren Zinssätze dazu beigetragen, dass die Wohnungspreisblase geplatzt ist und die Werte in den letzten Monaten ein wenig zurückgegangen sind. Insgesamt ist es für die RBA noch zu früh, um sicher zu sein, dass die Inflation unter Kontrolle gebracht wurde und sich mittelfristig wieder auf dem Weg zum Ziel befindet. Dies macht es sehr wahrscheinlich, dass der Strafzinszyklus bis 2023 fortgesetzt wird. Allerdings rechnet der Geldmarkt nicht mehr wie noch Ende Oktober mit Zinssätzen von über 4,3% im kommenden November, sondern nur noch mit 3,85%. Dies liegt deutlich näher an der DZ BANK-Prognose von 3,75% in einem Jahr, die den Höchststand des Zyklus darstellen dürfte.

Dies wirkt sich leicht positiv auf den australischen Dollar aus, aber auch die Geldpolitik anderer Länder und weitere Faktoren beeinflussen die Wechselkurse. Daher dürfte der australische Dollar in der Lage sein, einen Teil der Verluste, die er im Laufe des Jahres gegenüber dem US-Dollar erlitten hat, wieder aufzuholen. Für EUR-AUD jedoch wird eine Seitwärtsbewegung im mittleren Bereich von 1,50 AUD erwartet.

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

**Geldpolitik soll bis 2023 weiter gestrafft werden**

**Anzeichen für nachlassenden Preisdruck**

**Höhepunkt des Zinsanhebungszyklus bei einem Leitzins von 3,75% erwartet**

**Gemischter Ausblick für den AUD auf dem Devisenmarkt**

### **Kanada: Der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht gewonnen**

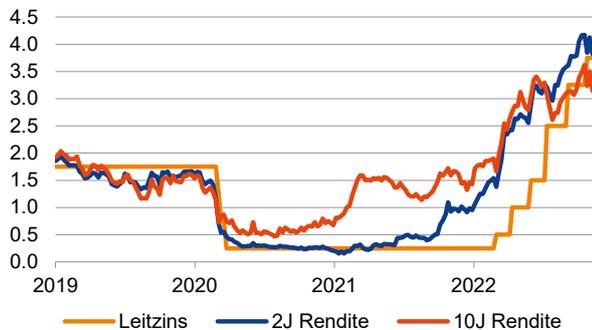
Obwohl sich die kanadische Konjunktur im laufenden Jahr bisher positiv entwickelt hat, sind die Aussichten für 2023 nicht ganz so rosig. Die hohe Inflation belastet die privaten Haushalte, weshalb der Konsum nachlässt. Auch der vorausschauende Einkaufsmanagerindex lag in den letzten drei Monaten unter der 50-Punkte-Marke und deutet damit auf eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums während der Wintermonate hin. Nach einem soliden Wachstum in 2022 (DZ BANK-Schätzung: 2,9% J/J) sind die Aussichten für 2023 mit einem von den Ökonomen der DZ BANK prognostizierten jährlichen Rückgang von 1,3% eher düster.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Festlegung der Geldpolitik zur Erreichung des primären Ziels der Bank of Canada, die Inflation innerhalb einer Spanne von 1 bis 3% (J/J) zu halten, und des sekundären Ziels einer "möglichst nachhaltigen Beschäftigung" weiterhin eine Herausforderung darstellen. Für die geldpolitischen Entscheidungsträger ist die deutliche Verlangsamung der Wohnungspreisinflation eine erfreuliche Nachricht, nicht jedoch der Aufwärtsdruck auf die Löhne. Obwohl die kanadische Notenbank ihre Geldpolitik in 2022 recht aggressiv gestrafft hat und der Leitzins von 0,25% zu Beginn des Jahres auf 3,75% gestiegen ist, gibt es keine Anzeichen dafür, dass die BoC eine Pause bei den Zinserhöhungen für angebracht hält. Wir erwarten ein baldiges Ende des *Zinserhöhungszyklus*, wobei der Leitzins bis zum Ende des Winters 4,25% erreichen und dann für mehrere Quartale auf diesem Niveau verharren dürfte.

**Nach einer soliden Entwicklung in 2022 dürfte die Wirtschaft bis 2023 in eine Rezession abgleiten**

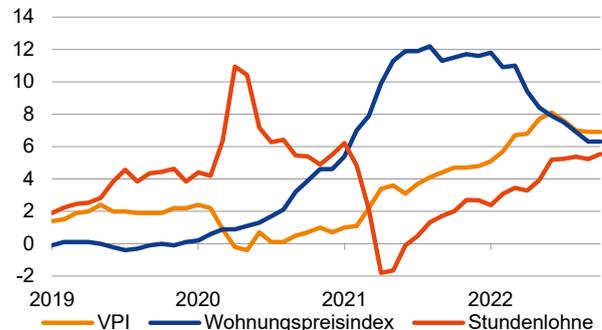
**Weitere Straffung in den nächsten drei Monaten erwartet, aber Ende des Zinserhöhungszyklus in Sicht**

**DIE BANK OF CANADA ERHÖHT WEITER DIE ZINSEN, ABER DER ANSTIEG DER ANLEIHERENDITEN SCHEINT ANGESICHTS EINER DROHENDEN REZSSION VORBEI ZU SEIN**  
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

**DIE BANK VON KANADA KANN SICH NOCH NICHT SICHER SEIN, DAS INFLATIONSPROBLEM IM GRIFF ZU HABEN**  
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

Die Geldpolitik Kanadas ist zwar ein wichtiger Faktor für den kanadischen Dollar, aber nicht der einzige. In diesem Jahr hat der USD erheblich von seinem Safe-Haven-Status profitiert. Nach neun Monaten russischer Kriegshandlungen gegen die Ukraine scheint die Bedeutung des US-Dollars als sicherer Hafen nachzulassen, wengleich das Risiko von Rückschlägen weiterhin besteht. Darüber hinaus sind auch die relativen Konjunktur- und Zinsprognosen für die USA und die Eurozone maßgeblich für den Wechselkurs. Es besteht nach wie vor eine gewisse Ungewissheit darüber, inwieweit sowohl die Fed als auch die EZB ihre Geldpolitik weiter straffen werden, aber es ist sehr wahrscheinlich, dass die Straffungszyklen spätestens Mitte 2023 abgeschlossen sein werden. Damit bleiben die Aussichten für EUR-CAD gemischt, wobei der Handel im mittleren bis hohen Bereich von 1,30 CAD in den kommenden Quartalen dominieren dürfte. Andererseits hat der kanadische Dollar das Potenzial, in dem Maße, wie die Anziehungskraft des US-Dollars als sicherer Hafen nachlässt, verlorenen Boden gegenüber dem Greenback zurückzugewinnen und sich in Richtung 1,30 CAD zu bewegen.

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

**Skandinavien: Konjunkturertrübung bei hoher Inflation**

Die Inflationsentwicklung bleibt das Sorgenkind der Riksbank-Vertreter. Zwar gab der für die Notenbank relevante CPIIF-Inflationsindex im Oktober auf 9,3% im Jahresvergleich (Vorwert 9,7%) leicht nach. Der Preisauftrieb bleibt damit aber weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Die Kernrate ohne Energie stieg im Oktober unerwartet stark auf 7,9% im Jahresvergleich und lag damit weit über der Prognose der Riksbank von 7,4%.

Schwedens fiskalische Stützungsmaßnahmen fallen in dieser Krise schwächer aus als die der Nachbarländer. Es ist aber zu erwarten, dass die neue Regierung den privaten Haushalten im Winter mehr steuerliche Unterstützung bieten wird. Unsere Wachstumsprognose für 2023 haben wir deutlich gesenkt und erwarten, dass die schwedische Wirtschaft in den nächsten zwei Quartalen in eine Rezession eintreten wird, gefolgt von einer Erholung ab Mitte 2023. Die Wirtschaftsleistung im Gesamtjahr 2023 dürfte sich um 0,1% abschwächen. Der Rückgang im BIP dürfte auch am Arbeitsmarkt seine Spuren hinterlassen. Die schwedische Arbeitslosenquote stieg im Oktober bereits sprunghaft auf 7,7% an. Der scharfe Preisanstieg hat die Riksbank

**Trotz anhaltender Unsicherheiten hat der kanadische Dollar Spielraum, sich gegenüber dem USD zu behaupten**

**Inflation sollte sich im kommenden Jahr deutlich abschwächen**

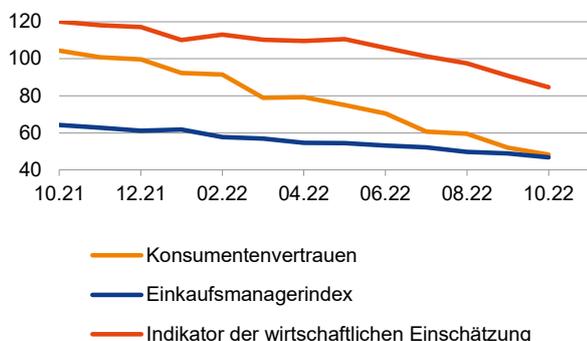
**Weitere Zinserhöhungen stehen unmittelbar bevor**

im September zu einer rekordverdächtigen Leitzinsanhebung um 100 Basispunkte bewegt. Nach erneuter Anhebung im November auf 2,50% gehen wir davon aus, dass der Anhebungszyklus in der ersten Hälfte des kommenden Jahres bei einem Niveau von 2,75% beendet wird.

Die schwache Entwicklung der schwedischen Krone in den zurückliegenden Wochen ist vor allem eine Folge des starken Anstiegs der Inflation. Zudem hält sich die Befürchtung am Markt, dass die Volkswirtschaft im kommenden Jahr auf eine stärkere Rezession zusteuern könnte. Mit der von uns erwarteten konjunkturellen Erholung im zweiten Halbjahr 2023 dürfte sich die Krone jedoch wieder stabilisieren. Zudem sollte sich die Inflationsrate (CPI) von derzeit 10,9% (J/J) auf 4,3% (J/J) im kommenden Jahr abschwächen. Die Krone dürfte daher ihren Abwärtstrend beenden. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 10,80 SEK.

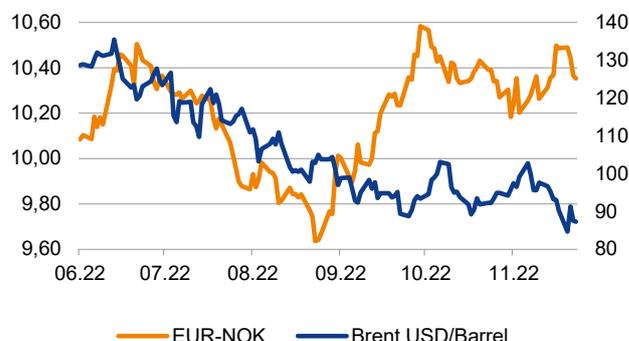
**Krone sollte ihren Abwärtstrend beenden und auf Zwölfmonatssicht auf Niveaus von 10,80 EUR-SEK aufwerten**

**SCHWEDEN: DIE STIMMUNG TRÜBT SICH EIN**  
INDEX IN PUNKTEN



Quelle: Refinitiv

**NORWEGEN: ROHÖLPREIS BELASTET DIE KRONE**  
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

An das starke Vorjahr kann die Konjunktorentwicklung in Norwegen nicht ganz anknüpfen. Nach mehreren Aufwärtsrevisionen der BIP-Daten dürfte es in diesem Jahr auf ein Wirtschaftswachstum von 2,6% hinauslaufen. Dennoch bremst hohe Inflation und die Straffung der Geldpolitik die Wachstumsdynamik. Die Arbeitslosenrate lag im Oktober erneut bei 1,6% und damit auf einem sehr niedrigen Stand. Aufgrund des angespannten Arbeitsmarktes sollte es zu einem Aufwärtsdruck bei den Löhnen kommen. Norwegens Inflation erreichte im Oktober bereits einen neuen historischen Rekord und stieg von 6,9% im September auf 7,5% im Jahresvergleich. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Oktober auf 5,9% im Jahresvergleich angestiegen. Die Inflation ist damit weitaus höher ausgefallen, als dies die Norges Bank in ihrem geldpolitischen Bericht vom September angenommen hatte und zeigt, dass der Preisdruck in der Wirtschaft stärker und breiter angelegt ist als von ihr angenommen. Damit ist das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ vorerst nicht zu erreichen. Die Notenbank selbst geht in den beiden kommenden Jahren von einer Kerninflationsrate von 4,8% (J/J) und 3,5% (J/J) aus und erst 2025 dürfte sich der Preisauftrieb allmählich dem Notenbankziel annähern.

**Wachstumsdynamik schwächt sich ab**

**Arbeitsmarkt leergefegt**

**Inflation auf Rekordniveau**

Nach nunmehr sieben Leitzinsschritten seit September 2021 hat die Norges Bank die Policy Rate auf mittlerweile 2,50% angehoben und weitere Erhöhungen sind wahrscheinlich. Die Projektionen im jüngsten Monetary Policy Report gehen von einem Anstieg des Leitzinses auf rund 3% im Laufe des Winters aus. Da sich die Finanzierungsbedingungen damit verschärfen, könnte dies schnell zu einem Wachstumshemmnis werden. Wir gehen in unserer Prognose für 2023 von einem Wachstum von lediglich noch 0,7% aus.

Die deutlich gestiegene Risikoaversion hat in den zurückliegenden Wochen zu einem Abgabedruck vor allem bei kleineren Währungsräumen geführt, die nicht als sicherer Währungshäfen gelten. Dieser Entwicklung konnte sich auch die Krone nicht entziehen. Hinzu kommt, dass der für die norwegische Krone recht wichtige Verlauf des Rohölpreises seit Jahresmitte um rund 35% nachgegeben hat. Auf Jahresfrist gehen wir bei den Rohölnotierungen von einem moderaten Anstieg auf 95 USD pro Barrel aus. Damit sollte die Krone wieder von höheren Rohölpreisen, der zunehmend restriktiveren Ausrichtung der Norges Bank sowie immer noch recht attraktiven Spreads bei Geld- und Kapitalmarktzinsen profitieren. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld somit bestehen bleiben.

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

**Die Norges Bank hat den Leitzins bereits um 250 Basispunkte angehoben – weitere Erhöhungen dürften folgen**

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

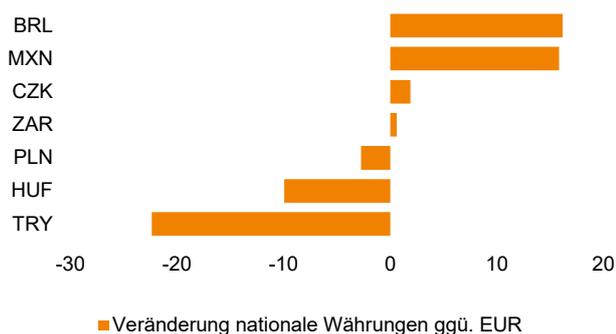
## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Geopolitische und konjunkturelle Sorgen weiterhin im Fokus

Einen Moment des Schreckens erlebten die CE3-Währungen vor kurzem, als mindestens eine Rakete auf polnischem Staatsgebiet eingeschlagen ist. Groß waren die Sorgen vor einer Eskalation des Ukraine-Kriegs. Glücklicherweise agierte die internationale Diplomatie besonnen, so dass diese dramatische Verschärfung der geopolitischen Lage rasch wieder entschärft werden konnte. Diese auf allen politischen Ebenen zu beobachtende Umsicht wussten auch Zloty und Co. zu schätzen, welche zeitnah zumindest wieder etwas durchatmen konnten. Wenngleich die Währungen nun wieder zur Normalität zurückgekehrt sind und erneut u.a. die weiteren geldpolitischen Perspektiven sowie die globalen Euro-Vorgaben im Blick haben, so hinterlässt der geopolitische Vorfall doch einen fahlen Beigeschmack. Denn nachdem sich der Markt zunehmend an das Kriegsgeschehen zwischen Russland und der Ukraine gewöhnt hatte, haben uns die jüngsten Entwicklungen deutlich vor Augen geführt, wie rasch die Situation dort nach wie vor eskalieren kann.

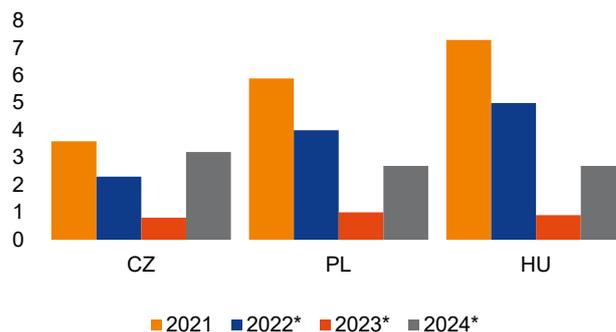
### Geopolitischer Schreckmoment

**CE3-WÄHRUNGEN MIT DURCHWACHSENER ENTWICKLUNG IM EM-VERGLEICH**  
VERÄNDERUNG SEIT JAHRESBEGINN, IN %



Quelle: Bloomberg

**SPÜRBARE KONJUNKTURELLE ABKÜHLUNG VORAUSS**  
NATIONALE BIP-ENTWICKLUNG, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, \* Markterwartungen gemäß Umfrage Bloomberg

Zum Ende des Jahres dürften die CE3-Währungen nach wie vor die weltweit präsenten geopolitischen sowie konjunkturellen Risiken, die auch dem Risikosentiment des Marktes und damit Euro-Dollar einen erneuten Dämpfer versetzen könnten, im Blick haben. Hierbei sind in den Winter hinein temporäre Rückschlaggefahren für Zloty und Co. nicht von der Hand zu weisen.

### Temporäre Rückschläge sollten auf kurze Sicht einkalkuliert werden

Wenn wir jedoch in das kommende Jahr 2023 blicken, so sind wir nach wie vor zuversichtlich, dass Zloty und Co. gegenüber dem Euro allmählich wieder einen etwas besseren Stand haben werden. Von ihren Vorkrisenniveaus sollten jedoch sowohl Zloty als auch Forint gegenüber dem Euro nach wie vor entfernt bleiben. Was die erwarteten globalen Entwicklungen betrifft, die dem EM-Sentiment bzw. den CE3-Währungen zugutekommen sollten, so sind hier u.a. die US-Notenbank zu nennen, die ihren Leitzinserhöhungszyklus im Frühjahr beendet haben dürfte. Zudem sollte dann deutlich geworden sein, dass die EZB die geldpolitischen Zügel letztendlich stärker als zunächst erwartet gestrafft haben dürfte, was wiederum dem Euro und damit auch Zloty und Co. in die Hände spielen sollte.

### In das Frühjahr hinein aufhellende globale Vorgaben erwartet

Hinzu kommt, dass die konjunkturelle Talsohle in den CE3-Staaten im zweiten Quartal durchschritten sein und die Inflation ihren Höhepunkt überschritten haben dürfte. Wir gehen davon aus, dass die dortigen Notenbanken in diesem Umfeld die Leitzinsen unverändert im restriktiven Bereich belassen werden und erst im Verlauf des zweiten Halbjahres 2023 beginnen werden, über eine umsichtige Lockerung der geldpolitischen Zügel laut nachzudenken. Letztendlich sollten sich somit auch unter Realzinsaspekten die Aussichten für die CE3-Währungen verbessern.

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

**Moderate konjunkturelle Belebung bei nachlassendem Preisdruck sollte den CE3-Währungen perspektivisch in die Hände spielen**

### **Türkei & Südafrika: Inflationssituation nicht vergleichbar**

Die türkische Notenbank (TCMB) hat den offiziellen Leitzins (One-Week Repo Rate) ungeachtet einer nun auf rund 85,5% (J/J) gestiegenen Inflation wie marktseitig erwartet im November erneut um 150 Bp auf nun 9% gesenkt. Die Lira reagierte gefasst auf diese geldpolitische Entscheidung und ließ sich weder gegenüber dem Euro noch dem US-Dollar ins Bockshorn jagen. Dass sich die türkische Landeswährung, der die überaus expansive Geldpolitik der TCMB seit Langem zu schaffen macht, dieses Mal so wacker geschlagen hat, dürfte zum einen dem Umstand geschuldet sein, dass dieser deutliche Lockerungsschritt nicht überraschend kam. Vielmehr forderte das dortige Staatsoberhaupt die Zentralbank bereits vor Wochen dazu auf, den Leitzins bis Ende des Jahres in den einstelligen Bereich zu bringen. Zum anderen scheint es, als ob der geldpolitisch wahrlich nicht verwöhnten Lira bereits die Aussicht auf fortan unveränderte Leitzinsen genügt – stand doch eine geldpolitische Straffung ohnehin nicht zur Diskussion.

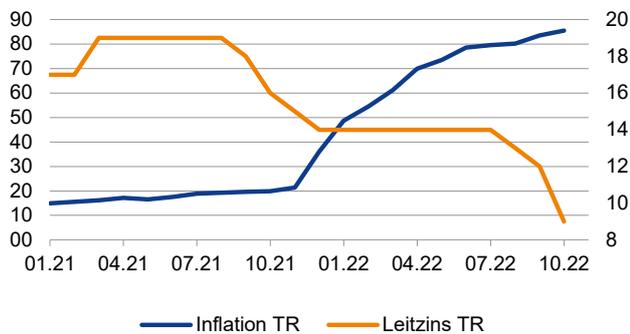
**TCMB verkündet nach jüngstem Lockerungsschritt Ende der Leitzinssenkungen**

Unserer Einschätzung zufolge dürfte die türkische Zentralbank den Leitzins perspektivisch nun unverändert bei 9% belassen. Zugleich gehen wir davon aus, dass die CBRT auch weiterhin alternative („Liraisierungs“-) Instrumente einsetzen wird, um die Preise einzudämmen, die Landeswährung zu stützen und die Inflationserwartungen zu verankern. Wenngleich wir skeptisch sind, ob diese Strategie für sich betrachtet funktionieren wird, so dürfte der TCMB neben Basiseffekten auch der für das kommende Jahr erwartete, weltweit nachlassende Preisdruck (u.a. Energie) in die Hände spielen. Ungeachtet dessen halten wir an unserer Lira-skeptischen Einschätzung fest. Als ein Argument hierfür ist die selbst bei einer Halbierung der Inflation noch immer viel zu locker ausgestaltete Geldpolitik zu nennen. Aber auch die politische Abhängigkeit der Zentralbank sowie damit verbunden die Sorge, dass diese mit Blick auf die im Sommer 2023 anstehenden Präsidentschaftswahlen in der Türkei hoch bleiben wird, ist weiterhin als Lira-belastender Faktor zu nennen. Zudem ist es nicht ausgeschlossen, dass die expansive Fiskalpolitik den Preisanstieg im Vorfeld der eben genannten Wahlen anheizen wird.

**Abwärtsrisiken sollten für die Lira weiterhin überwiegen**

**TCMB WILL NACH JÜNGSTER LEITZINSSENKUNG INNEHALTEN**

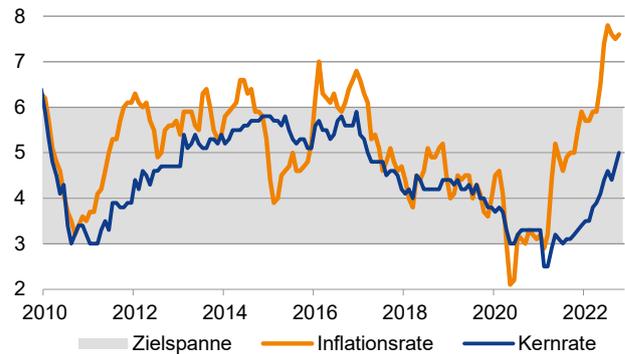
LS: TÜRKIE INFLATION, IN %, J/J; RS: TÜRKIE LEITZINS, IN %



Quelle: Bloomberg

**INFLATION TREIBT AUCH IN SÜDAFRIKA DIE GELDPOLITIK**

ALLE WERTE GEGENÜBER VORJAHR, IN %



Quelle: Bloomberg; SARB

Die südafrikanische Wirtschaft dürfte zwar im dritten Quartal den Rutsch in eine technische Rezession vermieden haben, die offiziellen Daten werden erst Anfang Dezember veröffentlicht. Gleichwohl bleibt das Wachstum wohl sehr schwach. Ursache für die aktuelle Schwäche sind vor allem die anhaltenden Stromausfälle, die der staatliche Elektrizitätsmonopolist Eskom seinen Abnehmern zumuten muss. Die Notenbank schätzte im Oktober, dass die Stromausfälle die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr um rund 1% drücken werden. Die wiederholten Ausfälle in dem veralteten Kraftwerkbestand werden sich auch mittelfristig kaum vermeiden lassen, zumal es auch bei den wenigen neueren Werken zu Problemen gekommen ist. Zum Teil macht Eskom allerdings auch Sabotage in ihren Einrichtungen für die Ausfälle verantwortlich. Insgesamt wird damit auch im kommenden Jahr die Dynamik der Wirtschaft wenig überzeugend bleiben. Die Problematik der Stromversorgung hat sich in den letzten Monaten zwar noch verschärft, grundsätzlich ist das Thema aber schon seit einigen Jahren akut. Vor allem Großunternehmen haben sich daher bereits auf solche Szenarien eingestellt und können sie zumindest teilweise auffangen, was allerdings mit erhöhten Kosten verbunden ist. Schwieriger wird dies für die privaten Haushalte und Kleinunternehmen.

**Stromausfälle belasten Südafrikas Wirtschaft**

Positiv gesehen, befeuern die Probleme bei der Stromversorgung aber auch die Investitionen in eine neue dezentrale Stromerzeugung, oft auch durch Wind und Sonne. Die Regierung hat dies durch größere Spielräume bei der eigenständigen Stromerzeugung erleichtert. Im gesamten Energiesektor besteht damit ein enormer Investitionsbedarf, der nicht durch heimische Quellen finanziert werden kann. Ausländische Finanzmittel können allerdings nur angelockt werden, wenn ein attraktives Umfeld geschaffen wird. Wichtige Weichen für die kommenden Jahre werden hier bei der ANC-Konferenz vom 16. bis 20. Dezember gestellt. Präsident Ramaphosa ist zwar favorisiert, den ANC-Vorsitz für weitere fünf Jahre zu übernehmen, es gibt aber Gegenkandidaten. Sollte es beim Parteivorsitz zu einem Wechsel kommen, dürfte er sich auch als Präsident Südafrikas kaum noch halten können. An den südafrikanischen Finanzmärkten würde dies jedoch eine Phase der Unsicherheit auslösen.

**Investitionstätigkeit steigt**

Der Preisschub bei Energie und Nahrungsmitteln schlug in Südafrika weniger deutlich auf die gesamte Inflationsrate durch als in vielen anderen Regionen. Dies trug auch dazu bei, dass die Notwendigkeit von Preisüberwälzungen geringer ausfiel und damit der grundsätzliche Preisauftrieb moderater blieb. Gleichwohl legte auch in Südafrika die Kernrate der Inflation stetig zu, blieb bis in den Oktober aber mit 5,0% (J/J) noch innerhalb der Zielspanne der Notenbank von 3% bis 6%. Die Gesamtrate

**Preisauftrieb fordert die Notenbank**

hat diese Spanne allerdings mit 7,6% (J/J) klar übertroffen, so dass sich auch für die South African Reserve Bank (SARB) ein klarer Straffungsauftrag ergibt. In den ersten Monaten 2023 dürfte sich dann auch die Kernrate wieder langsam entspannen, so dass die SARB nach einer abschließenden Zinserhöhung einen Seitwärtspfad fahren kann. Grundsätzlich sollte die Geldpolitik für den Rand zwar ein stabilisierender Faktor sein, dieses Jahr hat aber wieder gezeigt, dass Rohstoffpreise und hier vor allem die Preise für Edelmetalle, zumindest auf kurz und mittelfristiger Sicht das Schicksal der Währung dominieren.

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

### China: Frühlingserwachen im Winter?

Spekulationen um eine vorsichtige Lockerung der strikten Corona-Beschränkungen in China verbreiten sich derzeit noch schneller als das eigentliche Virus. Beim KP-Parteitag hatte Staatsführer Xi noch vor wenigen Wochen das unbeirrte Festhalten an der Null-Covid-Politik erklärt, doch der Markt bleibt hungrig nach Signalen für jede unterschwellige Lockerung. Seit Mitte November gibt es einen Maßnahmenkatalog, der für die Anleger offenbar Anlass zu regelrechter Euphorie war. Zu den selektiven Erleichterungen gehört beispielsweise die Abkehr von Masseneinweisungen in Quarantänezentren bei reinen Verdachtsfällen oder eine Reduzierung der ständigen Massentestungen auch in ansteckungsfreien Gebieten. Auch für den internationalen Flugverkehr gibt es wichtige Änderungen (Verkürzung der Pflicht-Quarantäne für Einreisende, Wegfall der Strafen für Fluggesellschaften), die mittelfristig für eine Normalisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen sorgen dürften.

Bald jährt sich der Pandemieausbruch für China zum dritten Mal, und eine Anpassung der Eindämmungsstrategie wirkt mehr als überfällig. Was sich derzeit anbahnt, ist aber keineswegs die vielfach erhoffte 180-Grad-Abkehr von der strikten Null-Covid-Politik, sondern eher der (verzweifelte) Versuch, deren ökonomische und soziale Kosten durch eine effizientere Umsetzung der Maßnahmen zu reduzieren. Wir sollten nicht vergessen, dass Chinas Bevölkerung kaum über Schutz gegen die neuen Virus-Varianten verfügt (weder durch Impfung noch durch Genesung). Was jetzt nach Lockerung aussieht, könnte daher auch wieder kippen und mit einer neuen Omikron-Welle die jüngste Yuan-Euphorie zunichtemachen.

### Spekulationen um Lockerung der Covid-Beschränkungen

### Übersteht die Yuan-Euphorie eine Omikron-Welle?

**VERBRAUCHERVERTRAUEN BRAUCHT DRINGEND AUFMUNTERUNG**  
NBS-KONSUMENTENVERTRAUEN, (100 = NEUTRAL)



Quelle: Refinitiv

**AUCH USD-CNY STEHT UND FÄLLT MIT DEM GLOBALEN USD-TREND**  
HANDELSGEWICHTETER USD-INDEX (L.S.) UND USD-CNY (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Doch es ist nicht nur diese Hoffnung, die die jüngste Yuan-Rally nährt. Nicht minder wichtig ist für USD-CNY die globale Neubewertung der Aussichten für US-Dollar bzw. US-Geldpolitik, der wir uns in dieser Publikation je bereits ausgiebig gewidmet haben. Aus konjunktureller Sicht bleibt der Yuan angeschlagen; wir haben erst jüngst unsere BIP-Wachstumsprognose für das nächste Jahr von 4,5% auf 4,2% (jeweils J/J) gesenkt, was meilenweit von den offiziellen Wachstumszielen früherer Jahre entfernt ist. Im Zuge eines schwächelnden Greenbacks und mit dann neuer Hoffnung auf einen Ausstieg aus der Null-Covid-Politik könnte sich USD-CNY auf Sicht eines Jahres wieder Richtung 6,75 CNY zurückziehen.

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

### **Globale USD-Schwäche und Hoffen auf Ender der Null-Covid-Politik lässt den Yuan wieder hoffen**

### **Brasilien & Mexiko: Geldpolitik schaltet im neuen Jahr auf Autopilot**

Wenn der neue Präsident Brasiliens Lula da Silva sein Amt zum Jahreswechsel antritt, werden einige Weichen bereits gestellt sein. So muss der Haushaltsentwurf bis zum 17. Dezember verabschiedet werden. Zum Jahresende laufen allerdings einige Hilfsmaßnahmen, die die aktuelle Regierung durchgesetzt hatte, aus und im bisherigen Haushaltsentwurf stehen für eine Verlängerung, die von Lula im Wahlkampf versprochen wurde, keine ausreichenden Mittel zur Verfügung. Eine Aussetzung oder Änderung der gesetzlichen Ausgabenbeschränkung wäre ein Ausweg aus diesem Dilemma, wofür allerdings eine dreifünftel Mehrheit im Parlament erforderlich wäre. Zumindest einige Parlamentarier, die bisher die Bolsonaro-Regierung unterstützt haben, scheinen zu einem solchen Kompromiss bereit zu sein. Vertreter der Arbeiterpartei Lulas haben bereits angedeutet im Gegenzug eine Wiederwahl des bisherigen Präsidenten des Abgeordnetenhauses Lira zu unterstützen. Kurzfristig könnte dies an den Finanzmärkten allerdings für Stirnrunzeln sorgen. Entscheidend für die etwas längere Frist dürfte aber das grundsätzliche Schicksal der gesetzlichen Ausgabenbeschränkung sein. Lula wollte diese Regelungen streichen, dürfte damit aber keine Mehrheit finden. Eine Anpassung der sehr strengen Regel, wonach die Ausgaben des Staates nur entsprechend der Inflationsrate steigen dürfen, ist allerdings zu erwarten. Die letzten Jahre haben mit zahlreichen Ausnahmen gezeigt, dass die aktuelle Regelung nicht flexibel genug ist. Je nach Stand und Entwicklung der absoluten Verschuldung könnten künftig über der Inflationsrate liegende Ausgabensteigerungen gestattet sein. Hier ist die Diskussion aber noch in einem frühen Stadium und je nach Ausgestaltung besteht auch das Risiko eines Freibriefs bei den Ausgaben. Angesichts der Komplexität der Materie dürften sich die Finanzmärkte auch zunächst auf das Personelle konzentrieren, genauer, wer die wichtige Position des Wirtschafts- bzw. Finanzministers bekleiden wird. Hier werden eine Reihe von Namen diskutiert, die zum Teil negative Marktreaktionen nach sich ziehen würden. Spätestens im Laufe des Dezembers sollte dieses Thema aber erledigt sein.

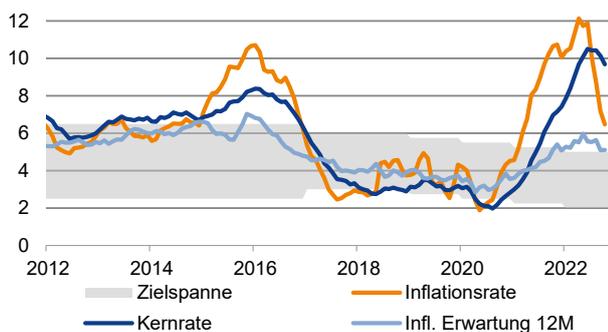
### **Neue Regierung in Brasilien mit fiskalischer Bürde aber vermutlich mit Vertrauensvorschuss im Parlament**

Im kommenden Jahr wird sich die Wirtschaft in jedem Falle, wie in Jahren nach einer Wahl üblich, mit nachlassenden fiskalischen Impulsen auseinandersetzen müssen. Hinzu kommt die straffe Geldpolitik, die mit ihren hohen (Real-) Zinsen Spuren hinterlassen wird. Interessant dürfte in diesem Zusammenhang sein, wie sich die neu gewonnene größere Unabhängigkeit der Notenbank bewährt. Bei früheren Regierungswechseln war es üblich auch die Position an der Notenbankspitze neu zu besetzen. Die Amtszeit von Notenbankgouverneur Campos Neto läuft allerdings noch bis Ende 2024. Ein reguläres Weiterlaufen wäre ein starkes Signal an die Finanzmärkte, während ein vorzeitiger Abschied für Verunsicherung sorgen würde. Konflikte mit der Regierung könnten sich vor allem aus der Terminierung einer ersten Zinssenkung ergeben. Die Notenbank hat zuletzt nicht erkennen lassen, auf absehbare Zeit die Zinsen lockern zu wollen. Im Oktober sind die Verbraucherpreise erstmals

### **Erste Probe für die neue Unabhängigkeit der Notenbank**

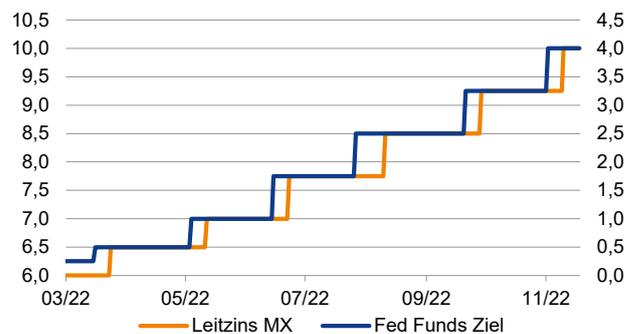
nach drei Minusmonaten im Monatsvergleich wieder gestiegen (+0,6% M/M), gleichwohl ging es bei der Jahresrate weiter abwärts auf 6,5%. Damit waren die Zahlen zwar nicht ganz so niedrig wie am Markt erwartet worden war, gleichwohl bedeutet dies einen beeindruckenden Rückgang gegenüber dem Hoch von 12,1% im April. Auch die verschiedenen Indikatoren für den Preisauftrieb haben mittlerweile den Weg Richtung Süden eingeschlagen. Die echte Bewährungsprobe steht allerdings erst im kommenden Jahr an, wenn einige inflationsdämpfende Maßnahmen, wie die Aussetzung indirekter Steuern auf Kraftstoffe, auslaufen. Entsprechend dürfte die Notenbank die ersten Monate des Jahres an ihrem hohen Leitzins festhalten, um die weitere Entwicklung zu beobachten. Die Vergangenheit zeigt, dass erste Zinssenkungen erst erfolgen, wenn sich auch die Indikatoren für den Preisauftrieb merklich der Zielspanne der Notenbank genähert haben. Für Ende kommenden Jahres liegt diese Spanne bei 1,75% bis 4,75% (J/J), so dass hier noch ein deutlicher Weg zu schaffen ist. Entsprechend wird sich der Real auch im kommenden Jahr noch über eine merkliche Unterstützung von Seiten des hohen Zinsniveaus erfreuen dürfen.

**INFLATIONSRATE IN BRASILIEN DREHT NACH UNTEN**  
J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

**BANCO DE MÉXICO AUF DEN SPUREN DER FED**  
LS: LEITZINS MEXIKO; RS: FED FUNDS; BEIDES IN %



Quelle: Bloomberg

Auch die zweite wichtige Währung in Lateinamerika, der Mexikanische Peso, konnte sich in diesem Jahr gegenüber dem US-Dollar bemerkenswert stabil halten, und auch hier war es die Notenbank mit ihrer strafferen Geldpolitik, die für die nötige Unterstützung sorgte. Die Banco de México hatte bereits vor der Fed im Juni letzten Jahres mit Zinserhöhungen begonnen und dann in diesem Jahr bei den letzten fünf Sitzungsterminen jeweils die Schrittweite der Fed nachvollzogen und damit den Zinsabstand bei üppigen 600 Bp gehalten. Diese Zinsschritte waren allerdings nicht nur der Abhängigkeit des mexikanischen Finanzmarktes von den USA geschuldet, auch das Inflationsumfeld in Mexiko erforderte einen scharfen Straffungskurs. Anders als in den USA hat in Mexiko die Kernrate aber noch nicht nach unten gedreht und stieg vielmehr auch im Oktober weiter auf nunmehr 8,4% (J/J) an. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Geldpolitik in Mexiko länger auf einem Straffungskurs bleiben muss als die Fed, ist hier doch der Realzins mittlerweile bereits auf einem bremsenden Niveau angelangt. Nach einer letzten Zinserhöhung im Dezember um 50 Bp, erneut wie die Fed zuvor, könnte die Banco de México daher im kommenden Jahr versuchen mit einer abwartenden Politik durch das Jahr zu kommen. Zwar dürfte das damit verbundene geringfügige Schrumpfen des Leitzinsvorsprungs gegenüber den USA den Peso anfangs etwas verunsichern, da aber auch die Fed schon im Frühjahr ebenfalls ihre Straffungen beenden sollte, würde der Vorsprung komfortabel bleiben, so dass kein größerer Schaden für die Währung zu erwarten ist.

### Auch in Mexiko hilft die Notenbank ihrer Währung

Im kommenden Jahr dürfte sich zudem immer mal wieder ein Blick auf die Zahlen zu den Direktinvestitionen lohnen. Aufgrund der Nähe zu den USA und des breiten Industriesektors sollte Mexiko besonders von den Versuchen der US-Wirtschaft profitieren, die Abhängigkeit von China als Zulieferstandort zu reduzieren. Neben anekdotischen Berichten zeichnete sich bei den Direktinvestitionen in diesem Jahr zumindest eine leichte Belebung ab, von einem echten Schub, der auch dem Peso nachhaltig Unterstützung verschaffen könnte, ist aber noch wenig zu erkennen. Vor allem im Energiesektor hat die Regierung mit ihrer Bevorzugung staatlicher Unternehmen die Investitionsfreude potenzieller Interessenten aus dem Ausland gedämpft.

### **Pros und Kontras für Mexiko als Investitionsstandort**

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

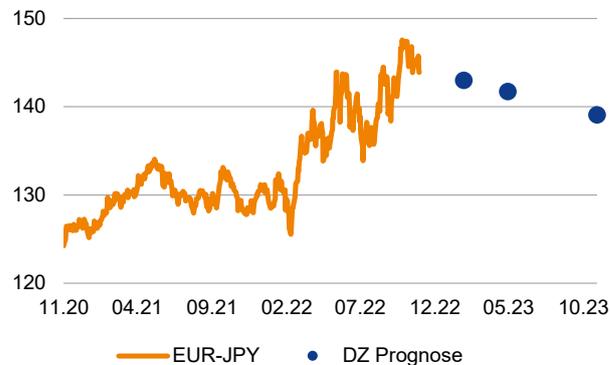
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD**



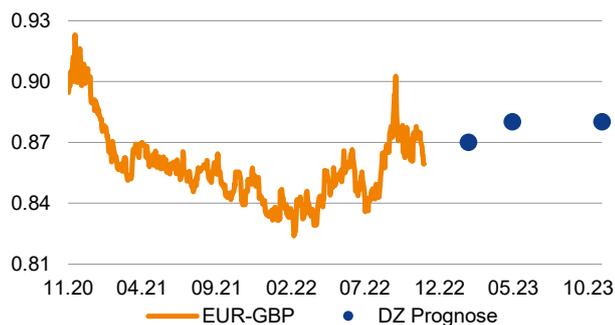
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY**



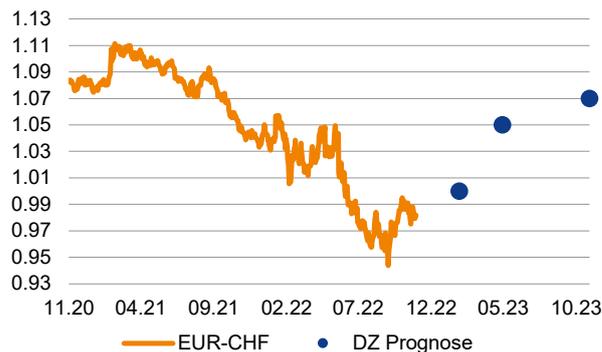
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP**



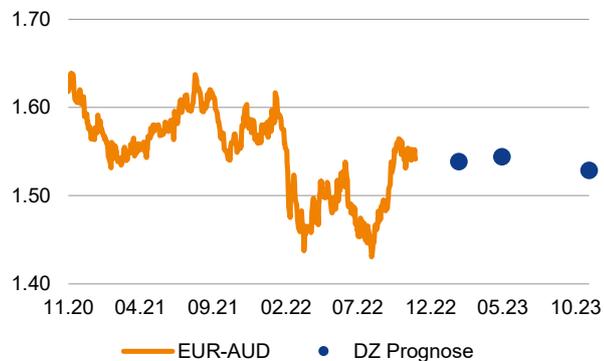
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF**



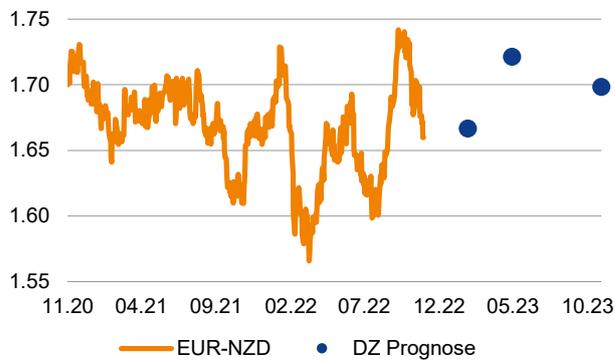
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD**



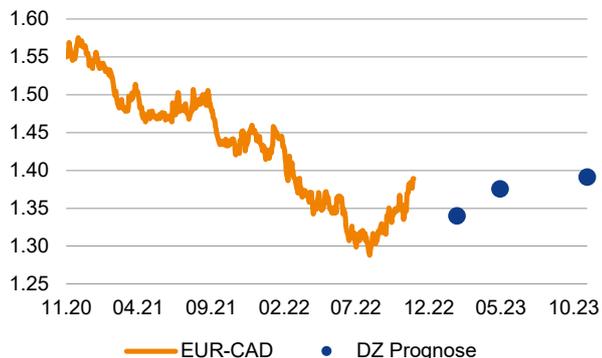
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



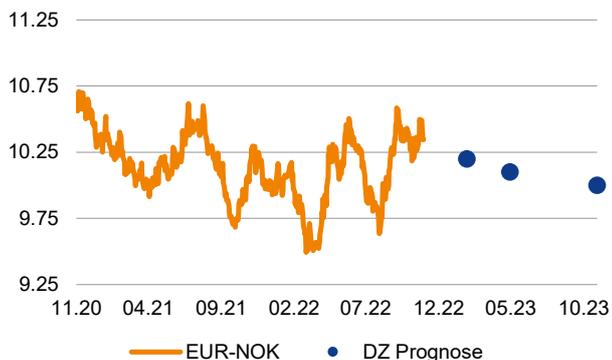
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



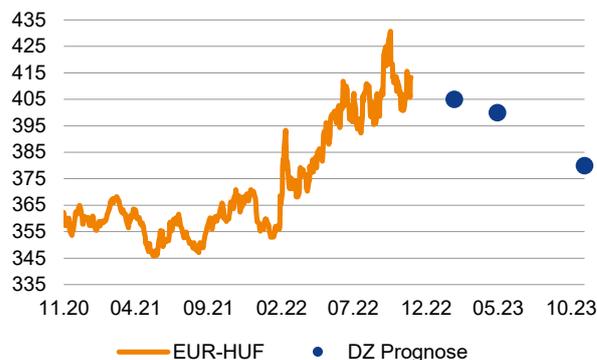
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



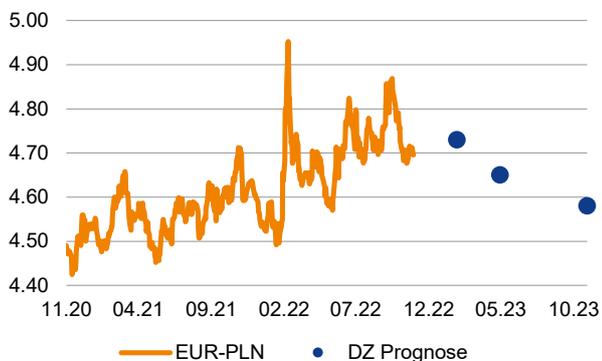
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



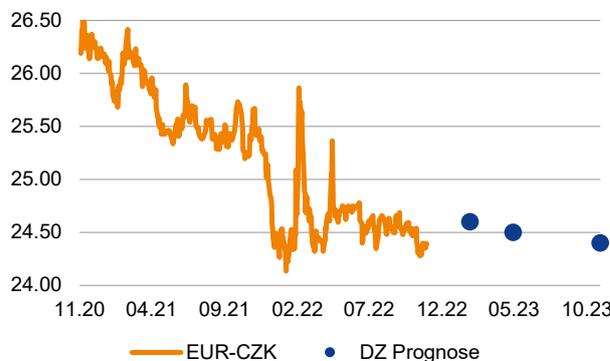
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



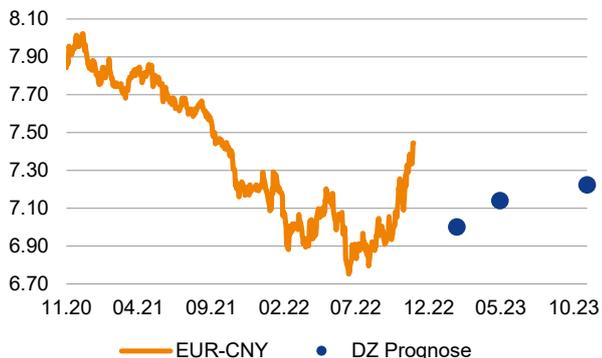
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY**



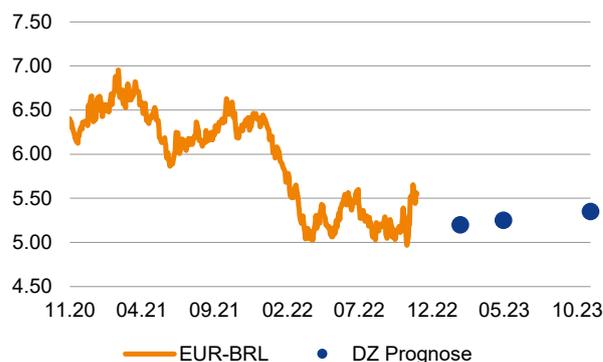
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



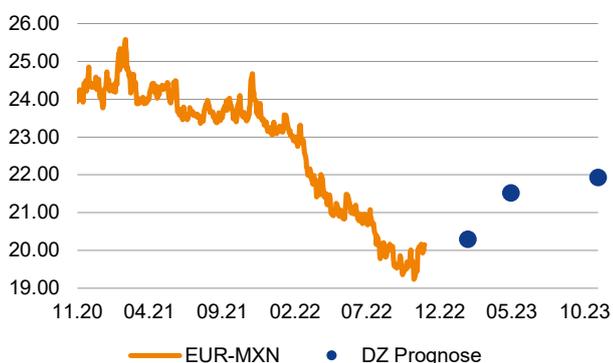
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

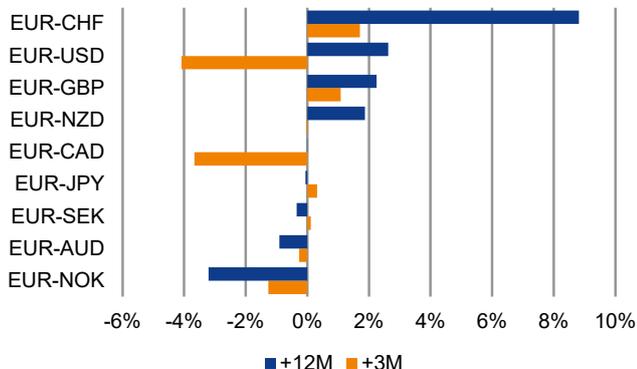
**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

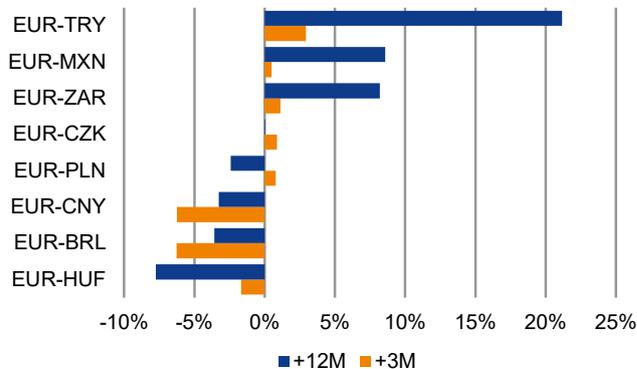
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

### 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	1.0409	1.00	1.05	1.07
EUR/GBP	0.8591	0.87	0.88	0.88
EUR/JPY	144.33	145	147	144
EUR/CHF	0.9823	1.00	1.05	1.07
EUR/AUD	1.5392	1.54	1.54	1.53
EUR/NZD	1.6614	1.67	1.72	1.70
EUR/CAD	1.3882	1.34	1.38	1.39
EUR/NOK	10.31	10.20	10.10	10.00
EUR/SEK	10.83	10.9	10.9	10.8
EUR/PLN	4.6966	4.73	4.65	4.58
EUR/CZK	24.41	24.6	24.5	24.4
EUR/HUF	412.4	405	400	380
EUR/TRY	19.37	20.0	21.5	23.5
EUR/ZAR	17.71	18.0	18.9	19.3
EUR/CNY	7.4460	7.00	7.14	7.22
EUR/BRL	5.5390	5.20	5.25	5.35
EUR/MXN	20.16	20.3	21.5	21.9

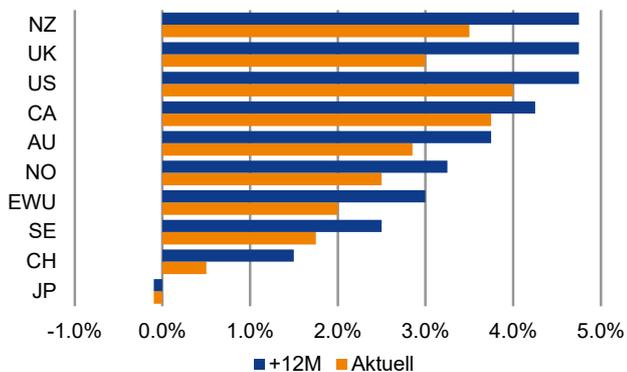
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0409	1.00	1.05	1.07
GBP/USD	1.2116	1.15	1.19	1.22
USD/JPY	138.65	145	140	135
USD/CHF	0.9437	1.00	1.00	1.00
AUD/USD	0.6763	0.65	0.68	0.70
NZD/USD	0.6265	0.60	0.61	0.63
USD/CAD	1.3337	1.34	1.31	1.30
USD/NOK	9.91	10.20	9.62	9.35
USD/SEK	10.41	10.9	10.3	10.1
USD/PLN	4.5120	4.73	4.43	4.28
USD/CZK	23.45	24.6	23.3	22.8
USD/HUF	396.2	405	381	355
USD/TRY	18.61	20.0	20.5	22.0
USD/ZAR	17.01	18.0	18.0	18.0
USD/CNY	7.1534	7.00	6.80	6.75
USD/BRL	5.3213	5.20	5.00	5.00
USD/MXN	19.37	20.3	20.5	20.5

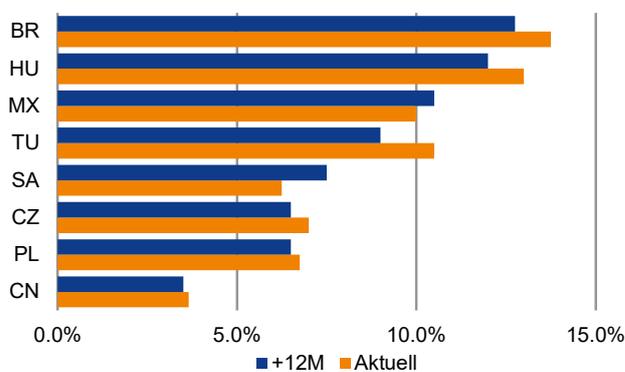
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
<b>Euroraum</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.3	3.1	-1.0	5.5	4.3	2.1	0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	2.6	8.5	6.8	6.1	8.0	9.3	10.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-4.2	-3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.2	1.9	2.4				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.9	1.7	-0.8	3.7	1.8	1.8	-0.5
Inflation (in % gg. Vj.)	4.7	8.3	5.8	8.0	8.6	8.3	8.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-11.8	-5.5	-6.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.6	-3.2	-2.9				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.7	1.3	0.8	0.9	1.4	1.8	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.2	2.3	2	0.9	2.5	2.9	3.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.7	-7.1	-4.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.8	2.8	2.8				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.5	4.0	-1.4	10.9	4.4	1.9	-0.5
Inflation (in % gg. Vj.)	2.6	8.9	7.3	6.2	9.2	10.0	10.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.1	-6.0	-4.7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.6	-6.5	-4.4				
<b>Schweiz</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.2	2.1	-0.4	4.5	2.8	1.1	0.1
Inflation (in % gg. Vj.)	0.6	2.9	2.0	2.1	3.0	3.4	3.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.5	-0.5	1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9.0	9.0	9.0				
<b>Australien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.8	3.8	2.0	3.4	3.6	5.8	2.6
Inflation (in % gg. Vj.)	2.8	6.3	4.9	5.2	6.2	6.9	7.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.5	-0.6	-1.9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.5	1.5	-0.1				
<b>Neuseeland</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.1	2.2	3.0	0.4	0.4	4.8	3.2
Inflation (in % gg. Vj.)	3.9	6.7	2.9	6.9	7.3	6.5	6.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.7	-2.7	-1.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5.6	-7.8	-4.0				
<b>Kanada</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.5	2.9	-1.3	2.9	4.6	3.2	0.9
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	6.9	4.5	5.8	7.5	7.2	7.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.7	-1.9	-3.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.1	1.1	1.3				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.8	2.9	-0.1	4.1	4.1	2.6	0.8
Inflation (in % gg. Vj.)	2.2	7.7	4.3	4.7	7.4	9.4	9.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.1	-0.6	-1.7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.4	3.0	3.5				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.0	2.6	0.7	3.9	4.0	1.5	0.9
Inflation (in % gg. Vj.)	3.5	6.1	5.3	3.8	5.8	6.7	8.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	11.1	20.7	8.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14.6	30.1	36.0				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.1	5.8	0.1
Inflation (in % gg. Vj.)	5.1	12.9	13.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.8	-3.9	-3.9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.9	-7.1	-8.3
<b>Polen</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.9	4.4	0.0
Inflation (in % gg. Vj.)	5.1	14.3	12.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.9	-2.7	-4.7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.4	-4.3	-4.3
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.5	2.5	-0.4
Inflation (in % gg. Vj.)	3.8	14.8	5.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.9	-6.1	-6.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.8	-6.5	-6.8
<b>Türkei</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	11.4	4.3	1.2
Inflation (in % gg. Vj.)	19.6	73.5	38.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.3	-1.4	-2.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.8	-7.6	-2.9
<b>Südafrika</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.9	1.6	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	4.6	6.8	5.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.2	-5.1	-5.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.7	1.9	0.5
<b>China</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	8.1	3.0	4.2
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	2.1	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.5	-6.8	-5.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.4	0.9	0.8
<b>Brasilien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.9	2.4	0.9
Inflation (in % gg. Vj.)	8.3	9.6	6.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.4	-5.5	-7.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.8	-1.4	-2.2
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	2.5	0.6
Inflation (in % gg. Vj.)	5.7	8.0	6.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.9	-3.0	-2.9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.4	-1.2	-1.8

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

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

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

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

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

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

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

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

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

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

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

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

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

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

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

### 1. Verantwortliches Unternehmen

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)**  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

- 4.1** **Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**  
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2** **Nachhaltigkeitsanalyse**  
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„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 Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

#### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

#### 3. Strategie Covered Bonds

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

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

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

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

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

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

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

### 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

## III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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