



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Ausblick 2024: Das Übergangsjahr - Back to normal!

- » Die geldpolitische Kehrtwende ist vollzogen, der Fokus im Jahr 2024 richtet sich nun auf das Ausmaß der Zinssenkungen.
- » Neben der Geldpolitik wird auch die Fiskalpolitik eine wichtige Rolle spielen. Die Schulden sind in den vergangenen Jahren stark angestiegen.
- » Der Ausblick auf das Jahr ist insgesamt freundlich, jedoch sehr verhalten. Geopolitische Risiken verdunkeln das Bild.

Die vergangenen Jahre waren von Krisen geprägt. Corona, der Krieg in der Ukraine, steigende Energiepreise und der dramatische Anstieg der Inflationsraten und nun, zum Jahresabschluss 2023, auch noch die Eskalation der Lage im Mittleren Osten. Dass es nicht schwierig ist, sich auch für das kommende Jahr eine ganze Reihe von akuten Krisen vorzustellen, erörtern wir am Ende dieser Publikation. In unserem Hauptszenario gehen wir jedoch davon aus, dass der Jahr 2024 von einer langsamen Rückkehr zur Normalität geprägt sein wird.

Die Krisen der letzten Jahre haben die Welt in einen wirtschaftlichen Ausnahmezustand versetzt. Schwaches Wachstum ging mit hoher Inflation einher, Renditestrukturkurven waren (bzw. sind) über lange Zeit invers, Regierungen und Zentralbanken sahen sich genötigt, immer tiefer in die Trickkiste zu greifen, um der Lage Herr zu werden. 2023 haben wir nun die ersten, vorsichtigen Schritte in Richtung einer Normalisierung gesehen. Die meisten Zentralbanken in unserer Coverage haben den Zinsgipfel erreicht, manche haben sogar bereits begonnen, die Leitzinsen wieder zu senken. Dieser Trend dürfte sich im kommenden Jahr fortsetzen.

Auch wirtschaftlich sollten wir wieder in Gefilde zurückkehren, die uns aus unseren Lehrbüchern bekannt vorkommen: moderates Wachstum bei ebenfalls moderater Inflation. Dies sollte auch eine Normalisierung der Renditestrukturkurven mit sich bringen – wenngleich dieser Prozess in Deutschland wahrscheinlich erst gegen Ende des Jahres vollzogen sein wird. Und auch am Devisenmarkt dürfte sich die Lage wieder normalisieren: der Krisenmodus ist vorbei, heimische Einflussfaktoren sollten an Gewicht gewinnen.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

WÄHRUNGEN

Fertiggestellt:
29.11.2023 13:52 Uhr

INHALT

AUSBLICK 2024: DAS ÜBERGANGSJAHR – BACK TO NORMAL!

EUR-USD: Moderates Aufwertungspotenzial	3
Japanischer Yen: Warten auf die Bank of Japan	5
Schweizer Franken: Auf dem Weg zur Parität	5
Der Rest der G10-Währungsräume: Positive Returns locken	6
Schwellenländer: Differenzierung ist gefragt	6

SCHWARZE SCHWÄNE 2024: DIE SIEBEN „TS“!

www.research.dzbank.de
Bloomberg DZBR <GO>

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN
+49 69 7447-92121
sonja.marten@dzbank.de

AUSBLICK 2024: DAS ÜBERGANGSJAHR – BACK TO NORMAL!

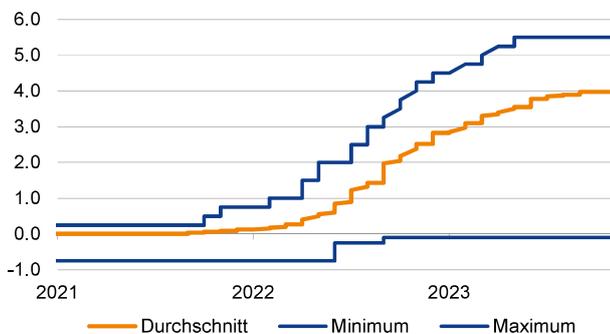
Der Jahresausblick 2023 stand unter dem klaren Vorzeichen der sich langsam am Horizont abzeichnenden geldpolitischen Wende. Nachdem Zentralbanken im Jahr 2022 unter der Maxime „mehr ist mehr“ operiert und zunehmend aggressive restriktive Schritte im Kampf gegen die hohe Inflation unternommen hatten, schien klar, dass dieser Trend im Jahr 2023 auslaufen würde. Und tatsächlich haben die Zentralbanken in unserer Coverage in diesem Jahr fast alle das Ende ihrer Leitzinserhöhungszyklen erreicht. Einige (Schweden, Norwegen) werden wohl noch einmal nachlegen müssen, andere hingegen (man blicke nach Osteuropa oder Lateinamerika) haben sich bereits auf den Weg in die entgegengesetzte Richtung begeben. Doch das übergeordnete geldpolitische Bild ist trotz dieser Unterschiede eindeutig: die Zeit steigender Leitzinsen und aggressiver QE-Maßnahmen ist vorbei (mit dem Sonderfall Japan werden wir uns später noch beschäftigen).

Im Jahr 2024 wird es geldpolitisch nun um die Frage gehen, wann und in welchem Ausmaß Zentralbanken ihren Leitzins wieder senken werden bzw. können. Der disinflationäre Prozess ist in vollem Gange, was - angesichts des in vielen Teilen der Welt allenfalls anämischen Wachstums - sicherlich für eine weniger restriktive Gangart spricht. Dementgegen steht die Tatsache, dass die Inflationsraten vielerorts erst gegen Ende des Jahres oder sogar erst im Jahr 2025 wieder auf den geldpolitischen Zielwert zurückkehren werden. Zentralbanken werden die Entwicklung der Inflation und vor allem der Inflationserwartungen also genauestens im Blick behalten müssen.

Die geldpolitische Wende wurde 2023 begonnen...

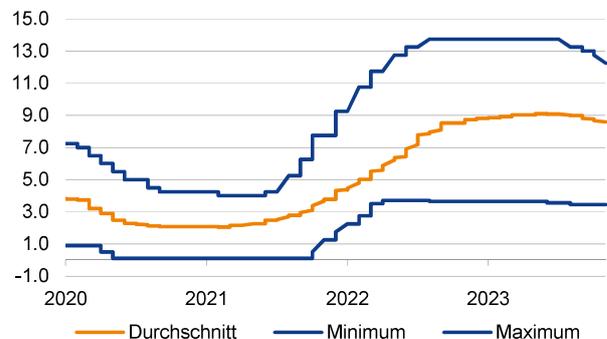
...und wird sich in das Jahr 2024 hineinziehen

LEITZINSENTWICKLUNG: G10
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

LEITZINSENTWICKLUNG: SCHWELLENLÄNDER(*)
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg; (*) PL, CZ, HU, ZA, BR, MX, CN, DZ BANK

Doch nicht nur geldpolitisch verspricht 2024 ein spannendes Jahr zu werden, auch die Fiskalpolitik dürfte ihren Weg zurück in das Rampenlicht finden. Die vergangenen Jahre waren von fiskalpolitischer *Largesse* geprägt, was in hohen Schuldenständen resultiert, die nun wieder auf Spur gebracht werden müssen. Dies ist zum einen politisch schwierig, wirft aber auch die praktische Frage auf, welche Investoren, nun da sich Zentralbanken zunehmend zurückziehen, als aktive Käufer auftreten werden. Aus fiskalpolitischer Sicht ungünstig ist auch die von uns unterstellte wirtschaftliche Entwicklung. In den USA sollte sich in den kommenden Wochen und Monaten zeigen, dass die sehr restriktive Politik der Fed nicht spurlos an der Wirtschaft vorbeigeht. In der Eurozone ist die Lage bereits prekär und wird sich nur moderat erholen und China fällt als Wachstumsmotor sicherlich ebenfalls aus ([Ausblick 2024: Anhaltende Konjunkturschwäche](#)).

Neben der Geldpolitik wird auch die Fiskalpolitik für Spannung sorgen

Der aktuelle Blick auf das Jahr 2024 ist geprägt von weiter sinkenden Inflationsraten, moderatem Wachstum und einer im Verlauf des Jahres etwas weniger restriktiven Geldpolitik. Es ist allerdings auch geprägt von einer ganzen Reihe möglicher Krisenherde. Diese untersuchen wir später im Detail, an dieser Stelle jedoch schon mal so viel: derzeit schwebt eine dunkle Wolke politischer und geopolitischer Risiken über uns. Es mag sein (und ist sicherlich zu hoffen), dass keines dieser Risikoszenarien sich bewahrheitet. Aus Sicht der Märkte kann jedoch allein die Angst davor zu signifikanten (temporären) Ausschlägen und insgesamt erhöhter Volatilität führen.

Diverse politische und geopolitische Risiken sorgen für potenzielle Volatilität

Insgesamt sollte das Jahr 2024 ein Jahr des Übergangs werden: weg von dem Dauer-Krisenmodus der vergangenen Jahre, weg von extremen geld- oder auch fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen und hin zu einer Normalisierung des Wirtschaftszyklus (Wachstum und Inflation im Gleichtakt) und der Geld- und Fiskalpolitik.

EUR-USD: Moderates Aufwertungspotenzial

Ende des vergangenen Jahres lag unsere 12M-Prognose für EUR-USD bei 1,10 USD und damit tatsächlich auf aktuellen Niveaus. Das Ein- und Auspreisen von Zinserhöhungen und zwischenzeitlich sogar *Zinssenkungen* (man erinnere sich an März als alle Welt felsenfest davon überzeugt war, dass die Fed bereits diesen Herbst die Zinsen senken würde!) hat im Jahresverlauf für deutliche Schwankungen zwischen 1,0450 USD und 1,1280 USD gesorgt. Dieses Muster dürfte sich auch in den kommenden Monaten, insbesondere bis Mitte 2024, fortsetzen. Sowohl die konjunkturelle als auch die geldpolitische Gemengelage wird hierbei den Kurs steuern. An dieser Stelle ist daher ein kurzer Exkurs zur geldpolitischen Prognose ([Zinsprognose 2024: Das Jahr der Zinssenkungen](#)) notwendig.

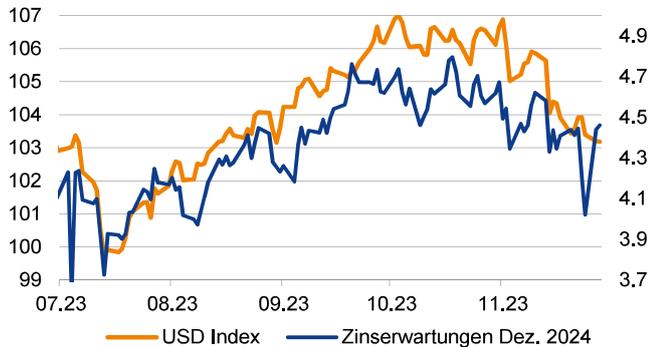
Das Ein- und Auspreisen von Zinssenkungen dürfte auch im kommenden Jahr für deutliche Schwankungen sorgen

In den USA rechnen wir, wie oben bereits erwähnt, mit einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur. Eine Rezession ist sicherlich nicht mehr zu erwarten, die äußerst robuste Wachstumsdynamik aus dem dritten Quartal dieses Jahres wird sich jedoch nicht fortsetzen. Gleichzeitig wird der disinflationäre Trend voranschreiten, was bei weiterhin hohen Leitzinsen eine geldpolitische Straffung über höhere Realzinsen bedeutet. Die Fed wird daher im kommenden Jahr die Zinsen senken. Allerdings ist das ihr dabei zur Verfügung stehende Zeitfenster klein: zum einen, weil sich die US-Wirtschaft gegen Ende des kommenden Jahres bereits wieder erholt (und diese Erholung auf einen dann immer noch recht engen Arbeitsmarkt trifft) und zum anderen aufgrund der US-Präsidentenwahlen. Das Rennen wird aktuellen Umfragen zufolge eng und fraglos hart umkämpft. Zinssenkungen im direkten Vorfeld der Wahlen würden die Fed dem Vorwurf der politischen Einflussnahme aussetzen. Daher gehen wir davon aus, dass eine erste Zinssenkung im Sommer erfolgen wird, zwei weitere dann erst nach der Wahl.

Die Fed wird ihren Leitzins u.E. nach um 75 Basispunkte senken

US-DOLLAR FOLGT ZINSERWARTUNGEN

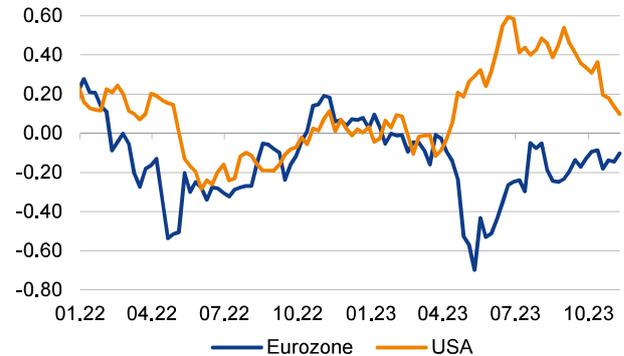
LS: USD-INDEX; RS: IMPLIZITE LEITZINSERWARTUNG (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WIRTSCHAFTLICHES ÜBERRASCHUNGSPOTENZIAL AUF BEIDEN SEITEN

SURPRISE-INDEX



Quelle: Bloomberg

In der Eurozone ist die EZB ebenfalls am Zenit ihres Leitzinserhöhungszyklus angelangt, sie wird sich in den kommenden Monaten jedoch mit der Frage beschäftigen müssen, wie sie ihre Bilanz schneller abbauen kann. Mehr Details finden Sie in unserer Zinsprognose, hier also nur in Kürze: wir gehen davon aus, dass die EZB zum Ende dieses Jahres ihre Forward Guidance für das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) anpassen wird und ihre Reinvestitionen zur Mitte 2024 einstellt. Zinssenkungen erwarten wir dann erst gegen Ende des Jahres, da die Inflation in der Eurozone sich nur sehr langsam dem EZB-Ziel von 2% nähern wird.

Für EUR-USD ergibt sich aus diesem Bild (in Kombination mit unserem fundamentalen Ausblick) moderater Aufwertungsspielraum auf Sicht der kommenden sechs Monate (auf kürzere Sicht sollte mit erneuten Rücksetzern gerechnet werden). Die US-Wirtschaft enttäuscht, in der Eurozone erleben wir hingegen eine leichte Erholung (auf zugegebenermaßen weiterhin niedrigen Niveaus) und die EZB wird zunächst weiterhin leicht hawkische Signale (z.B. PEPP) senden. Die fiskalpolitische Lage in den USA ist ein zusätzlicher Faktor, der auf dem Dollar lasten sollte: die Verschuldung der USA ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen und die veränderte Gläubigerstruktur im US-Staatsanleihenmarkt ([US Staatsanleihen: Verschuldung und Gläubigerstruktur](#)) wird Bedenken über die längerfristige Finanzierungslage der USA zumindest unterschwellig am Leben erhalten. Auf Sicht von sechs Monaten rechnen wir daher mit einer Aufwertung des Euro auf 1,12 USD – und damit etwas mehr als der Konsens derzeit unterstellt. Zur Mitte des kommenden Jahres sollte das Einpreisen der Zinssenkungserwartungen dies- und jenseits des Atlantiks dann abgeschlossen sein, während sowohl die USA als auch die Eurozone moderate Wachstumsdynamik aufweisen. Neue Impulse, die für eine weitere, deutliche Trendentwicklung bei EUR-USD sorgen könnten, fehlen. Daher liegt unsere 12M-Prognose ebenfalls bei 1,12 USD.

Die EZB dürfte etwas später mit ihren Zinssenkungen beginnen

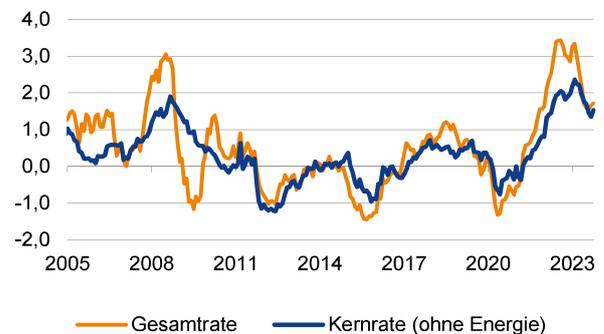
Der Dollar dürfte im kommenden Jahr schwächer werden - der Euro kann hiervon aber nur bedingt profitieren

WIRD 2024 DAS JAHR DER ZINSWENDE FÜR JAPAN? ERWARTETER LEITZINS AN BOJ-TERMINEN (LAUT OIS), IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

SCHWEIZ: DIE SNB HAT DIE INFLATION WIEDER UNTER KONTROLLE KONSUMENTENPREISE, (J/J) IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Japanischer Yen: Warten auf die Bank of Japan

USD-JPY handelt aktuell um Kurse von 150 JPY. Immer wieder gibt es kurze Vorstöße gen Norden, der Markt testet eindeutig die Schmerzgrenze des japanischen Finanzministeriums aus. Interventionen sind sicherlich ein ernstzunehmendes Risiko, doch solange die Bank of Japan an ihrer weiterhin ultra-expansiven Politik festhält und der Zinsspread USA-Japan so massiv bleibt, wären Interventionen wahrscheinlich kaum von nachhaltigem Erfolg gekrönt. Eine Aufwertung des JPY, die wir fest in unserer Prognose stehen haben, hängt zum einen von der generellen Abwertung des Dollars ab und zum anderen natürlich von der BoJ. Die Inflationsrate in Japan befindet sich schon seit geraumer Zeit oberhalb des Notenbankziels, der notwendige geldpolitische Spielraum ist also gegeben. Doch der Ausstieg aus der Zinskurvenkontrolle (YCC) ist ein komplexes Unterfangen und muss so gestaltet werden, dass hiermit keine oder zumindest nur überschaubare Nebenwirkungen für das japanische Finanzsystem verbunden wären. Dass an einer Anpassung der Politik kein Weg vorbeiführt, zeigt ein Blick auf die aktuellen JGB-Käufe der BoJ (allein im Monat Oktober 9,3 Bio. JPY). Bislang hat die BoJ sich nur sehr vorsichtig herangetastet, indem sie die erlaubte Handelsspanne der 10J-Rendite ausgeweitet hat. Im kommenden Jahr sollte dann der größere Wurf kommen, der auch am Yen nicht spurlos vorbeigehen wird. Wir rechnen daher mit einer Rückkehr von USD-JPY in die Region um 135 JPY.

Die unausweichliche Abkehr der BoJ von ihrer ultra-expansiven Ausrichtung dürfte dem Yen deutlichen Aufschwung verleihen

Schweizer Franken: Auf dem Weg zur Parität

Die SNB hatte den Markt 2022 mit einer währungspolitischen Kehrtwende überrascht: angesichts einer zu hohen Inflation hatte sich die Zentralbank damals von ihrem Bestreben nach einer schwächeren Währung verabschiedet und stattdessen auf einen starken Franken (inkl. Intervention) gesetzt. Dies, in Kombination mit den Leitzinserhöhungen der SNB, hat den Franken im Jahr 2023 deutlich aufwerten lassen – im Tief handelte EUR-CHF nur noch knapp über 0,94 CHF. Mittlerweile hat die Inflation in der Schweiz (die selbst in Spitzenzeiten gerade mal 3,5% (J/J) erreicht hatte – Niveaus von denen EZB & Co. damals nur träumen konnten) nachgelassen und liegt wieder unter 2% (J/J). Gute Nachrichten für die SNB, von nun an die geldpolitischen Hände in den Schoß legen dürfte. Der Wunsch nach einer starken Währung sollte sich mit dem Erreichen des Inflationsziels ebenfalls erledigt haben und somit den Weg für eine Erholung von EUR-CHF in Richtung der Parität ermöglichen.

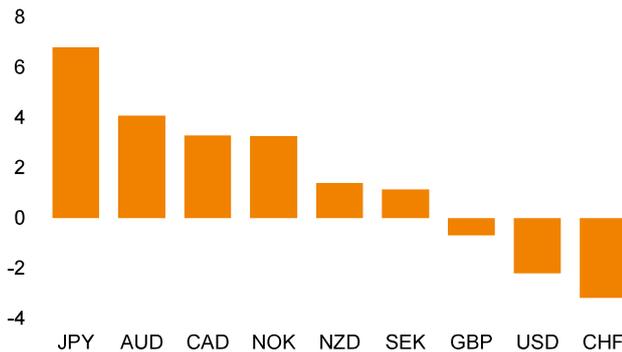
Die Notwendigkeit für einen festen Franken ist nicht mehr gegeben

Der Rest der G10-Währungsräume: Positive Returns locken

Über Themenmangel können wir uns in diesem Jahr kaum beklagen und theoretisch könnte man wahrscheinlich zu jeder der Währungen in unserer Coverage ausführlich berichten. Da dies jedoch den Rahmen (und die Geduld unserer Leser) sprengen würde, hier nur ein kurzer Überblick über die restlichen G10-Währungen.

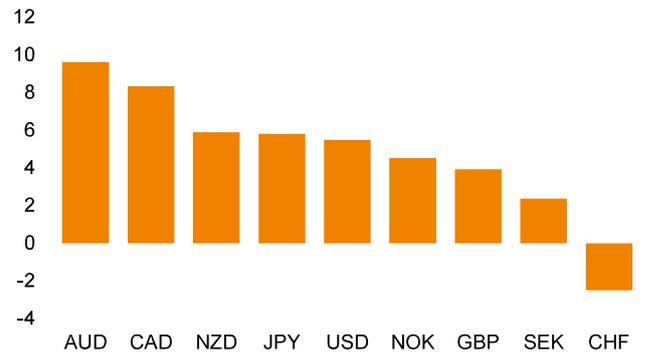
In einem insgesamt freundlichen Marktumfeld gestehen wir einigen Währungen Gewinne zu

ERWARTETE WÄHRUNGSPERFORMANCE
VS. EUR AUF SICHT VON 12M (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ERWARTETER TOTAL RETURN
VS. EUR (5J ANLEIHE) AUF SICHT VON 12M (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wenngleich der Ausblick für das kommende Jahr durch eine ganze Reihe möglicher Risikoszenarien getrübt wird: in unserem Hauptszenario unterstellen wir ein insgesamt recht freundliches Umfeld, in dem Investoren auch weiterhin risikobereit bleiben werden. Dem Euro gestehen wir allenfalls moderaten Aufwertungsspielraum zu, während wir den Dollar eher schwächer sehen. Dies hat Auswirkungen auf unsere Prognosen für die restlichen G10-Währungen: mit Ausnahme des Dollars, des Schweizer Frankens und dem britischen Pfund erwarten wir von ihnen eine solide Performance gegenüber dem Euro. Ein Blick auf die Total-Return-Erwartung (linke Grafik oben) sieht es sogar noch etwas besser aus: nur der Franken liegt hier im negativen Bereich.

Ausnahmen bilden neben dem Dollar der Schweizer Franken und das britische Pfund

Zu den Gewinnern unter den G10 dürften vor allem die „kleinen“ Dollars und die norwegische Krone gehören. Alle vier sollten im kommenden Jahr moderate Gewinne verbuchen können, zusätzliche profitieren Investoren von attraktiven Coupons. Im Falle der Krone und des kanadischen Dollars sollte u.a. auch die Entwicklung des Rohstoffpreises unterstützend wirken. Auf der Verliererseite steht neben dem Franken das britische Pfund: eine weiterhin schwache Wirtschaft, zu hohe Inflation und die Parlamentswahlen, die wahrscheinlich im Mai stattfinden werden, werden die Währung belasten.

Kleine Dollars und norwegische Krone im Plus

Schwellenländer: Differenzierung ist gefragt

Auch unsere Schwellenländerwährungen dürften sich im kommenden Jahr wacker schlagen – wenngleich die Währungsperformance hier oftmals hinter den hohen Renditen in den Hintergrund tritt.

In Osteuropa dürfte sich vor allem im Falle Polens die Aufwertung des Zloty ihrem Ende entgegenneigen. Ein Coupon von aktuell über 4% und der von uns unterstellte Renditerückgang (die Zentralbank hat bereits damit begonnen, ihren Leitzins zu senken), resultieren jedoch weiterhin in einem Anlageurteil „attraktiv“. Auch Ungarn

Die Osteuropäer locken mit soliden Returns

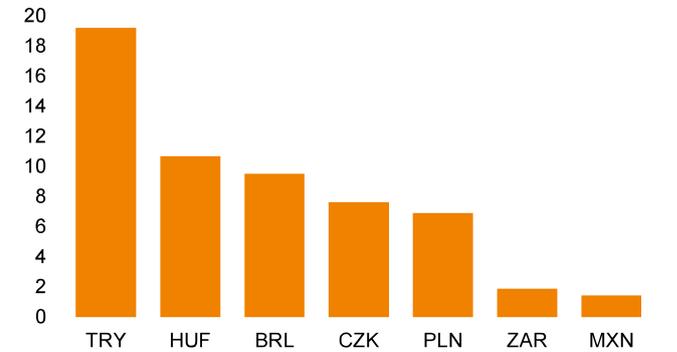
und die Tschechische Republik locken mit soliden Renditen, robusten Währungen und dementsprechenden Returns.

ERWARTETE WÄHRUNGSPERFORMANCE
VS. EUR AUF SICHT VON 12M (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

ERWARTETER TOTAL RETURN
VS. EUR (5J ANLEIHE) AUF SICHT VON 12M (IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

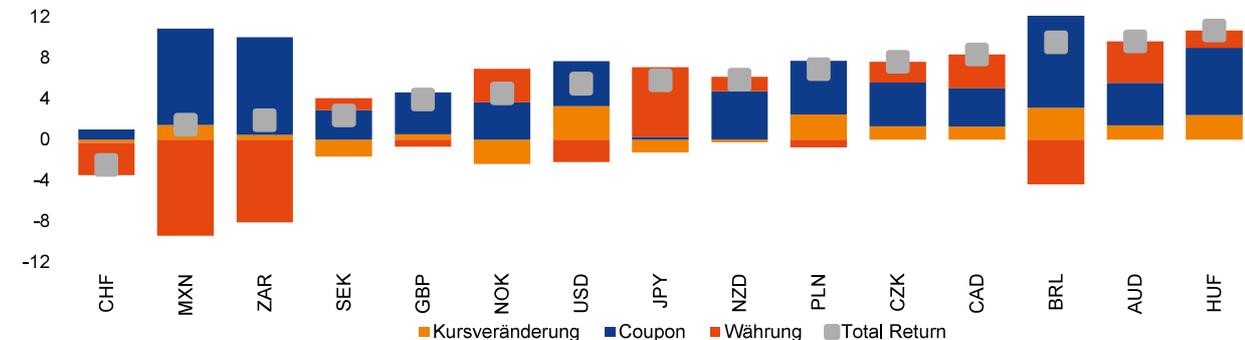
Differenzierter ist der Blick in Richtung Lateinamerika. Sowohl der mexikanische Peso als auch der brasilianische Real dürften im kommenden Jahr Verluste erleiden, im Falle Brasiliens sollten diese jedoch moderater ausfallen und durch die hohen Renditen mehr als ausreichend kompensiert werden. In Mexiko sieht die Lage weniger rosig aus, was auch daran liegt, dass Mexiko enger an die USA angebunden und damit anfälliger für die von uns unterstellte Abkühlung der dortigen Wirtschaft ist.

In Lateinamerika bevorzugen wir Brasilien

In der Türkei hat sich die Zentralbankchefin zwar redlich bemüht, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen, bislang jedoch ohne nennenswerten Erfolg. Die erste Zinserhöhung nach ihrer Ernennung war zu zaghaft (dieses Manko konnten auch die darauffolgenden, aggressiveren Erhöhungen nicht ausmerzen) und es bleibt die Angst vor einem erneuten Sinneswandel des Staatsoberhauptes. So attraktiv das Renditeniveau in der Türkei auch aussehen mag, ist die Türkei sicherlich nur etwas für Investoren mit starken Nerven (und tiefen Taschen).

Die türkische Lira bleibt ein extrem riskantes Investment

PROGNOSEÜBERBLICK: TOTAL RETURN ERWARTUNGEN
IN PROZENT



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Südafrika bleibt ebenfalls auf der Ersatzbank. Fiskalpolitische Probleme, die fragile Energieversorgung und die spätestens im August 2024 anstehenden Parlamentswahlen sorgen für Verunsicherung unter Investoren und machen den Rang anfällig für Rückschläge.

Der Rand leidet unter der schwierigen Energieversorgungslage

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

SCHWARZE SCHWÄNE 2024: DIE SIEBEN „TS“!

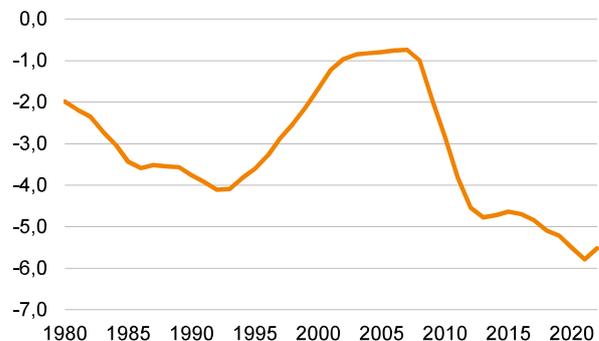
Die globalen Rahmenbedingungen ändern sich manchmal sehr rasch und nicht immer zum Besseren. Die Corona-Pandemie hat das ebenso klar vor Augen geführt wie die geopolitischen Krisenherde der vergangenen Jahre, sei es der Krieg Russlands gegen die Ukraine oder die militärische Eskalation im Nahen Osten. Derartige Ereignisse, sogenannte schwarze Schwäne, zu prognostizieren, ist äußerst schwierig. Dabei spielt es eine untergeordnete Rolle, ob ein zugrunde liegender Konflikt bereits seit längerem schwelt oder – zumindest gefühlt – aus dem Nichts auftritt. Unabhängig davon ist es von Bedeutung, mögliche Krisenherde mit größerer Tragweite im Auge zu behalten, angefangen bei sich abrupt ändernden Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten über neue politische Weichenstellungen bis hin zu (potenziellen) militärischen Konflikten. Selten war es so (erschreckend) einfach, eine Liste von Risikoszenarien zu erstellen. Zumal nicht ausgeschlossen werden kann, dass sich eine Kombination mehrerer dieser Risiken entfaltet.

ROHÖLPREIS VOR ERENUTEM DEUTLICHEN ANSTIEG?
ROHÖLPREIS DER SORTE BRENT IN USD JE BARREL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

USA: STRUKTURELLES DEFIZIT WÄCHST RAPIDE
STRUKTURELLES DEFIZIT IN % DES BIP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Tel Aviv vs. Teheran: Steigende Energiepreise, fallende Bundrenditen?

Der Krieg zwischen Israel und der Terrororganisation Hamas geht in seiner politischen Tragweite deutlich über frühere Auseinandersetzungen beider Seiten hinaus. Das größte militärische, aber auch ökonomische Risiko läge in einem Kriegseintritt Irans. In dem Fall stünden sich die beiden größten Armeen der Region gegenüber, und auch die mit Israel eng verbündeten USA wären zumindest bereit, notfalls militärisch einzugreifen – mit schwerwiegenden Folgen für die Weltwirtschaft. Es müsste mit größeren Lieferengpässen bei Rohöl und Flüssiggas (LNG) gerechnet werden. Massiv steigende Weltmarktpreise und ein neuer Inflationsschub wären die Folge. Gleichzeitig nähme das Risiko von Terroranschlägen in der Welt zu, mit negativen Auswirkungen auf den privaten Konsum und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Am Rentenmarkt wäre mit einer typischen Risk-Off-Bewegung zu

Nahostkonflikt: Kriegseintritt Irans als größtes militärisches, aber auch ökonomisches Risiko

rechnen. US-Staatsanleihen sowie Bunds wären stark gefragt, Spreads würden sich hingegen ausweiten und die Notenbanken stünden bereit, den Markt mit ausreichend Liquidität zu versorgen. Notfalls könnten sogar neue geldpolitische Maßnahmen einschließlich einer Aktivierung von TPI in der Eurozone ergriffen werden.

Treasuries: Zinsanstieg wegen Nachfrageeinbruch bei US-Staatsanleihen?

Die Schuldenquote der USA ist rasant angestiegen, gleichzeitig ist die Nachfrage nach US-Staatsanleihen seitens offizieller Investoren deutlich gefallen. Setzt sich dieser Trend fort, könnte sich das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage verschärfen und sich in weiter steigenden bzw. strukturell höheren Renditen niederschlagen. In den USA würde dies, bei gleichzeitig weiterhin hohen Staatsdefiziten, die Angst vor einer möglichen fiskalpolitischen Krise verschärfen. Die Schuldentragfähigkeit der USA könnte infrage gestellt werden. Ein weiterer Zinsanstieg in den USA würde nicht spurlos an anderen Staaten vorbeigehen, in der Eurozone wäre z.B. mit steigenden Zinsen zu rechnen, so dass auch hier die Schuldentragfähigkeit einiger Länder hinterfragt werden könnte. Die Stellung des US-Dollars als Weltleitwährung sehen wir zwar in diesem Szenario nicht ernsthaft in Gefahr. Jedoch würde das global höhere Renditeniveau eine signifikante wirtschaftliche Belastung darstellen und die Fiskalpolitik ins Zentrum der Aufmerksamkeit rücken.

Globaler Renditeanstieg ausgehend von den USA als enorme Belastung für Wirtschaft und Fiskalpolitik

Trump kehrt zurück ins Weiße Haus

Die Haushaltspolitik dürfte auch im Wahlkampf um das Weiße Haus eine Rolle spielen. Aktuell werden dem ehemaligen Präsidenten Trump gute Chancen zugesprochen, als Kandidat für die Republikanische Partei ins Rennen zu gehen. Erinnerungen an die US-Politik zwischen 2017 und 2021 werden wach, als Twitter zum Sprachrohr politischer Weichenstellungen wurde. Ausgemachte Sache ist ein erneuter Einzug Trumps ins Weiße Haus zwar nicht – es ist noch nicht einmal sicher, ob Trump überhaupt zur Wahl antreten darf. Sollte er jedoch gewinnen und im darauffolgenden Januar als Staatsoberhaupt vereidigt werden, dürfte dieses Ereignis seine Schatten vorauswerfen. Mit einer guten Portion Verunsicherung – gerade mit Blick auf die Beziehungen der USA zu China und Europa sowie hinsichtlich der US-Unterstützung der Ukraine gegenüber Russland – wäre zu rechnen. Auch müssten wohl neue Handelsstreitigkeiten und damit einhergehende ökonomischen Belastungen für die globale wirtschaftliche Entwicklung einkalkuliert werden.

Mit Trump kehren Unsicherheit und weitere Handelsstreitigkeiten zurück auf die globale politische Bühne

Trade: Angespannte Handelsbeziehungen vor weiterer Verschärfung?

Die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA, China und Europa sind auch unter Präsident Biden nicht weniger geworden. Im Gegenteil: Mit dem US Chips and Science Act sowie Exportverboten für Computer-Chips und entsprechenden Produktionsmittel nach China haben die Spannungen sogar weiter zugenommen. Auf chinesischer Seite wurden zuletzt wichtige Rohstoffe auf eine Liste gesetzt, für deren Ausfuhr Exportlizenzen benötigt werden und bei denen bisher eine hohe Abhängigkeit von China besteht. Dazu zählen Gallium und Germanium, die z.B. in der Halbleiterproduktion zum Einsatz kommen, sowie seit Oktober Graphit, das für die Herstellung von E-Auto-Batterien benötigt wird. Solange Lizenzen erteilt werden, ist das unproblematisch. Die Lizenzerfordernisse sind jedoch ein Instrument, mit dem der Export schnell wirksam begrenzt werden kann. Deutliche Exporteinschränkungen könnten erneut zu Lieferkettenproblemen und weltweit steigenden Preisen führen.

Weitere Zunahme bereits bestehender Handelskonflikte könnten erneut Lieferkettenprobleme verursachen

Taiwan vs. Peking: Militärischer Konflikt mit und um die Inselrepublik?

Einen geopolitischen Krisenherd mit potenziell enormer globaler Tragweite verkörpert fraglos Taiwan. Während sich die demokratische Inselrepublik als unabhängigen Staat ansieht, erhebt Peking im Rahmen der Ein-China-Politik Anspruch auf das Eiland. Immer wieder kommt es zu diplomatischen Spannungen,

Angriff Chinas auf Taiwan würde US-Militär auf den Plan rufen und globale Blockbildung verschärfen

auf die Peking regelmäßig mit militärischem Säbelrasseln reagiert. Nicht einfacher wird die Situation durch Aussagen von Chinas Präsident Xi, wonach die Vereinigung mit Taiwan nicht von Generation zu Generation verschoben werden dürfe und hierbei auch ein militärisches Vorgehen nicht ausgeschlossen wird. Da die USA der Inselrepublik Schutz vor militärischen Übergriffen zugesichert haben, könnte eine kriegerische Auseinandersetzung zwischen zwei militärischen Großmächten die Folge sein, inklusive einer zunehmenden Blockbildung – autoritäre Regime gegen den „demokratischen Westen“ – und tiefer Spuren in der Weltwirtschaft. (Einen genauen Blick auf die Beziehungen sowie einen angemessenen Umgang Europas und der USA mit China haben wir in unserem [Privatkundenmagazin Friedrich vom Juni 2023](#) geworfen.)

Tiefer Winter: Gasmangellage reloaded?

Die europäischen Gasspeicher sind gut gefüllt und mehrere deutsche LNG-Terminals sind inzwischen in Betrieb. Das macht das Szenario einer Gasmangellage im anstehenden Winter eher unwahrscheinlich. Trotzdem mahnt die [Bundesnetzagentur](#), dass ein sparsamer Verbrauch weiter wichtig ist und benennt Risiken. Dazu zählt ein Winter mit ausgeprägten Kältephasen und durchschnittlichen Tagestemperaturen von bis zu -13 Grad Celsius, wie es sie im Winter 2012 gegeben hat. Dabei würde nicht nur der inländische Gasverbrauch stark steigen, sondern voraussichtlich auch die Lieferungen aus anderen Ländern sinken bzw. ausbleiben. Als weitere Gefahr nennt die Netzagentur russische Lieferstopps über die Ukraineroute. Dass eine solche Entwicklung mit sozialen Spannungen und ökonomischen Belastungen einhergehen kann, hat der vergangene Winter eindrucksvoll gezeigt.

Volle Gasspeicher in Europa sind keine vollständige Garantie für üppige Versorgung in kaltem Winter

Trennung: Ampel-Koalition in Deutschland vor dem Aus?

Äußerst frostige Temperaturen gab es in den letzten Monaten zwischen Vertretern von Sozialdemokraten, Grünen und Liberalen in der Ampelkoalition. Anstatt sich auf die eigenen Aufgaben zu konzentrieren werden die Koalitionspartner öffentlich kritisiert. Unterdessen hält der Wirtschaftsminister eine Rede, die vielerorts als staatsmännisch und historisch bezeichnet wird, während vom Kanzler wenig zu sehen ist. Einige Stimmen der FDP-Basis fordern mittlerweile sogar öffentlich den Ausstieg aus der Ampel. Sollten sich derartige Stimmen schlussendlich durchsetzen, könnten eine länger anhaltende politische Hängepartie mit anschließenden Neuwahlen und einem möglicherweise starken Abschneiden der AfD in der größten Volkswirtschaft Europas die Folge sein. Zumindest für eine vorübergehende Verunsicherung der Finanzmarktakteure im Euroraum und steigende Renditen an den Staatsanleihemärkten wäre wohl gesorgt.

Deutschland als Quelle der Unsicherheit im Euroraum, sofern die Ampel-Koalition zerbricht

Sören Hettler, ANALYST
Sonja Marten, ANALYSTIN
Daniel Lenz, ANALYST
Michael Stappel, ECONOMIST

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

„**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 Gesamtmarktentwicklung.

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistung. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde

legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markt Indices GmbH

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

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