

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Neues Jahr, neues Glück - oder Katerstimmung nach durchzechter Partynacht?

So wie im Dezember traditionell die Ausblicke für das neue Jahr geschrieben wurden, gab es im Januar und Februar zuletzt regelmäßig Anlass, sie wieder über den Haufen zu werfen. Erst war es der Covid-Ausbruch, dann die russische Invasion in die Ukraine. Auch Anfang 2023 sieht die Welt plötzlich ganz anders aus - nur dass wir diesmal positiv überrascht werden. Die weltweit außer Kontrolle geratene Inflation geht zurück und weckt Spekulationen, dass die Geldpolitik schon bald wieder Gnade walten lassen kann. Der Ausstieg Chinas aus der strikten Null-Covid-Politik lässt die Weltwirtschaft auf eine Rückkehr zur alten Normalität ohne Lieferengpässe und mit Nachfrageimpulsen aus China hoffen. Sogar das Szenario der Gasmangellage, das wie ein Damoklesschwert über dem europäischen Konjunkturausblick hing, scheint angesichts des bisher warmen Winters und überproportional gefüllter Gasspeicher völlig vergessen. Für die Finanzmärkte ist dies die perfekte Welle, auf der sie seit einigen Wochen in Richtung Goldilocks-Szenario surfen.

Verglichen mit der langen Liste an potenziellen Risikofaktoren aus 2022 ist die Wende zum Besseren unbestreitbar. Doch „besser“ ist noch lange nicht „gut“. Auch auf die Gefahr hin, als Spielverderber zu gelten, möchten wir vor der überzogenen Euphorie warnen, die derzeit an den Märkten grassiert. Ein ausgewachsener Kater nach durchzechter Partynacht scheint fast unausweichlich. Die Inflationsentwicklung mag ihren Höhepunkt in den meisten Ländern überschritten haben; dennoch bleibt die Teuerung 2023 und auch 2024 auf spürbar erhöhtem Niveau - mit entsprechendem Kaufkraftverlust. In vielen europäischen Ländern entfallen 2023 die staatlichen Hilfen gegen den Energiepreisschock, was sich unerfreulich in den Preiszahlen niederschlagen wird. Nicht nur Konsumenten, auch Unternehmen müssen sich mit den verschärften Kreditkonditionen durch die gestiegenen Leitzinsen arrangieren, ein Problem, das in den USA in Kürze sogar zur Rezession führen dürfte.

Für Euphorie sorgt derzeit auch die Erwartung, dass viele Zentralbanken ihren aggressiven Straffungskurs im Frühjahr beenden könnten. Doch auch wenn die Geldpolitik nicht weiter gestrafft werden wird, bleiben die Zinsen durchweg auf restriktivem Niveau, und das Argument der Zentralbank-Liquidität als Motor für rauschende Kursgewinne gehört der Vergangenheit an. Über das Timing der letzten Schritte und die Höhe der Terminal Rate ließe sich vortrefflich streiten; auffällig ist derzeit aber, wie wenig sich die Märkte hierbei von Hinweisen der Notenbank-Oberen leiten lassen. Selbst die Tauben innerhalb der EZB bestehen auf großen Zinsschritten von mindestens 50 Basispunkten, dennoch halten sich Spekulationen, dass 25er Schritte eigentlich auch genug wären. Die US-Notenbank wiederholt gebetsmühlenartig, dass sie absolut keine Ambitionen für Zinssenkungen hat; der Geldmarkt preist sie trotzdem unbelehrbar ein. Und auch in Japan glaubt der Markt es besser zu wissen als die Zentralbank. Diese Diskrepanz ist fraglos die Folge der jahrzehntelangen Niedrigzinspolitik, innerhalb derer die Märkte es verlernt haben, auf die Worte ihrer geldpolitischen „Erziehungsberechtigten“ zu hören und einfach machen, was sie wollen. Für die Devisenmärkte bedeutet dies eine gefährliche, neue Quelle der Volatilität.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
23.1.2023 12:19 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro profitiert von aufgehelltem Marktsektorsentiment	2
USA: Dollar leidet unter Zinssenkungsspekulationen	3
Japan: Yen wittert (geldpolitische) Morgenluft	4
UK: Der Drahtseilakt der „Alten Dame“	5
Schweiz: Erfolge im Inflationenkampf – für den Franken keine guten News	7
Australien & Neuseeland: Drahtseilakt der RBNZ	8
Kanada: Bank of Canada kann noch keinen Sieg über die Inflation verkünden	9
Skandinavien: Ein Ende der Leitzinsanhebungen zeichnet sich ab	10
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Hohe Inflation trifft auf konjunkturellen Abschwung	13
Türkei & Südafrika: Geldpolitisch weit voneinander entfernt	14
China: Mehr Pragmatismus, weniger Dogmatismus im Jahr des Hasen	16
Brasilien & Mexiko: Herausforderungen für die Politik	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro profitiert von aufgehelltem Marktsentiment

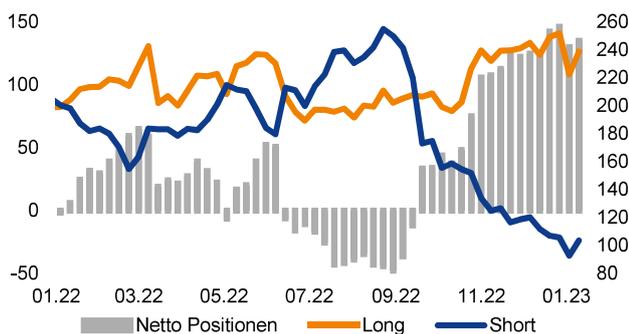
Während der Dollar in den vergangenen Monaten herbe Verluste erlitten hat, zeigte sich der Euro in geradezu glänzender Verfassung. Er konnte nicht nur substantielle Gewinne gegenüber dem schwächelndem Dollar verbuchen, sondern auf breiter Basis zulegen. Im G10 Universum gelang es seit Anfang Oktober nur dem JPY und dem NZD ihn zu schlagen. Der Hauptgrund für diese Entwicklung liegt vor allem in der sich zunehmend durchsetzenden Erkenntnis, dass die Eurozone zwar eine Phase der wirtschaftlichen Schwäche durchlaufen wird (bzw. sich derzeit in selbiger befindet), eine tiefe Rezession jedoch ausbleiben wird. Hierfür war nicht zuletzt die überraschend effiziente Befüllung der Gasspeicher in Europa verantwortlich, die allen Unkenrufen zum Trotz schneller vorstättenging als geplant. Auch der bislang relativ warme Winter ist dem Euro zugutegekommen. Aktuellen Schätzungen zufolge wird Deutschland zum Ende des Winters einen Speicherstand von über 50% aufweisen können, was die Füllsaison entspannter gestalten wird und Sorgen über den Winter 2023/24 etwas beruhigt hat.

Alles in allem startet der Euro also sehr solide in das neue Jahr und konnte gegenüber dem Dollar zwischenzeitlich bis auf 1,0900 USD aufwerten. Und es ist fraglos verlockend diese Rally fortzuschreiben. Die 12M-Konsensprognose, die zum Jahreswechsel noch bei 1,08 USD stand, ist mittlerweile auf 1,10 USD geklettert – Tendenz steigend. Die ersten Häuser haben ihre Prognosen mittlerweile in die Region um 1,15 USD abgehoben. Doch wenn das vergangene Jahr uns eins gelehrt hat (bzw. haben sollte), dann dass es in diesen volatilen Zeiten äußerst gefährlich sein kann, sich zu sehr von der aktuellen Richtung beim Kassakurs leiten zu lassen. Unserer Ansicht nach gibt es gute Gründe bei unserer 12M-Prognose von 1,10 USD zu bleiben.

Euro startet stark in das neue Jahr

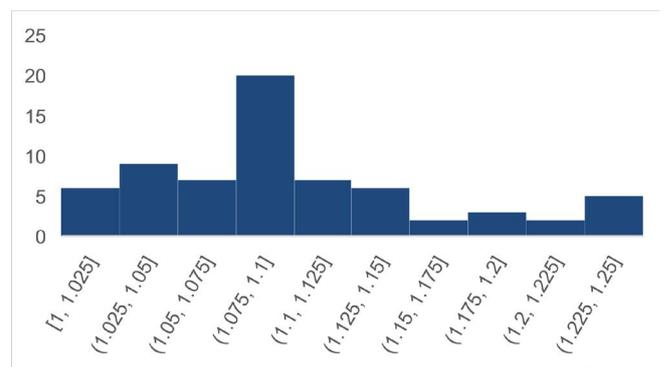
Die EUR-USD Konsensprognosen wandern derzeit sukzessive gen Norden

SPEKULATIVER MARKT WEIST EUR-LONG-ÜBERHANG AUS
 LS: NETTO POSITIONEN; RS: BRUTTO POSITIONEN (IN '000 KONTRAKTEN)



Quelle: Bloomberg

EUR-USD PROGNOSEN IM ÜBERBLICK
 KONSENSPROGNOSEN WANDERT LANGSAM GEN NORDEN



Quelle: Bloomberg

Zunächst spielt natürlich unser Dollar-Bild (siehe oben) eine wichtige Rolle. Das von uns unterstellte Auspreisen der US-Zinssenkungserwartungen dürfte dem Dollar in den kommenden Wochen und Monaten erneuten Aufwind verschaffen, so dass eine Rückkehr von EUR-USD auf die von uns unterstellten 1,05 USD (+3M Prognose) weiterhin zu erwarten ist. Hinzu kommt, dass die spekulativen Positionen am aktuellen Rand einen signifikanten Überhang der Long-EUR-USD-Positionen aufweisen. Dies muss nicht zwangsläufig zu einer imminenten Korrektur bzw. Trendwende füh-

Wir bleiben bei unserer vorsichtigen Prognose - aus Überzeugung

ren. Gefährlich wird es aber immer dann, wenn der Kurs (so wie aktuell zu beobachten) nach einer schnellen Rally beginnt zu stagnieren. Investoren, die frühzeitig eingestiegen sind und bereits solide Gewinne in den Büchern stehen haben, nehmen ihre Profite zu diesem Zeitpunkt häufig mit. Somit sind erneute Rücksetzer in den kommenden Wochen und Monaten weiterhin zu erwarten.

Dass wir dem Euro im weiteren Jahresverlauf dann durchaus wieder Aufwertungspotenzial zugestehen, ist u.a. der Annahme geschuldet, dass die Eurozone eine solide wirtschaftliche Erholung durchlaufen wird. Auch die relative Geldpolitik spielt mittel- und längerfristig eine Rolle. Denn wenngleich wir die aktuellen Erwartungen für schnelle US-Zinssenkungen nicht teilen, ist dennoch davon auszugehen, dass die Fed (wie so häufig) zuerst beginnen wird die Zinszügel wieder zu lockern. Gleichwohl rechnen wir auch dann nicht mit einer sehr dynamischen Aufwertung, da sich das wirtschaftliche Bild auch in den USA aufhellt.

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

Auf Sicht von 12 Monaten behalten wir unsere 1,10 USD Prognose bei

USA: Dollar leidet unter Zinssenkungsspekulationen

Der Dollar hat in den vergangenen Wochen und Monaten deutlich an Wert verloren. Seit Ende September 2022 ist der Index um gut 11% von 115 auf 102 Punkte gefallen und hat dabei Verluste gegenüber allen anderen G10 hinnehmen müssen. Es gibt u.E. nach drei Hauptgründe, die für die schlechte Performance des Dollars verantwortlich waren: 1) die nachlassende US-Inflation, 2) die damit einhergehenden nachlassenden Zinserhöhungsspekulationen und 3) die sich im weiteren Zeitverlauf herausbildenden Zinssenkungserwartungen. Aktuell preist der Markt zwei weitere Zinserhöhungen um je 25 Basispunkte (Februar und März) ein, geht aber davon aus, dass die Fed im Spätsommer bereits auf einen Zinssenkungskurs umschwenkt, der Anfang 2024 bereits einen Umfang von 75 Basispunkte erreicht haben soll. Dies basiert vor allem auf der Annahme, dass die Inflation in den USA im Jahresverlauf schnell fallen und (so zumindest erwartet es der Konsens) im kommenden Jahr wieder deutlich unter die 3% Marke fallen wird.

Der US-Dollar hat in den vergangenen drei Monaten deutliche Verluste hinnehmen müssen

Das eben gezeichnete Bild ist fraglos auch dafür (mit-)verantwortlich, dass der Dollar seit Anfang des Jahres erneut an Boden verloren hat. Es ist allerdings ein Bild, das wir nicht teilen. So rechnen zwar auch wir damit, dass die Inflation in den USA nachlassen wird, sie dürfte sich unseren Prognosen zufolge jedoch auch 2024 immer noch auf gut 3% belaufen. Zu hoch, um Zinssenkungen zu rechtfertigen – selbst in Anbetracht der nun rapide auf uns zukommenden US-Rezession. Vertreter der Fed haben insbesondere in den letzten Wochen immer wieder betont, dass die Wahrung der Preisstabilität für sie an oberster Stelle steht. Angesichts der aktuellen Marktentwicklung (u.a. der Rückgang der Renditen amerikanischer Staatsanleihen), schleicht sich zunehmend eine gewisse Frustration in die Reden der Fed-Oberen ein. Bereits im Dezember hatten sie darauf hingewiesen, dass eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen (Stichwort: Financial Conditions) nicht in ihrem Sinn ist. Aktuell hört der Markt der Fed offenbar nicht zu – die Währungshüter werden jedoch nichts unversucht lassen, sich Gehör zu verschaffen.

Allerdings gehen wir (im Gegensatz zum Markt) nicht davon aus, dass die Fed bereits in diesem Jahr erste Zinssenkungen unternimmt

FED: MARKTERWARTUNGEN SETZEN AUF ZINSSENKUNGEN AB SPÄTSOMMER

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implizite Rate
02/01/2023	1.064	106.4	0.266	4.597
03/22/2023	1.825	76.1	0.456	4.788
05/03/2023	2.224	39.9	0.556	4.887
06/14/2023	2.26	3.6	0.565	4.896
07/26/2023	2.065	-19.5	0.516	4.847
09/20/2023	1.685	-38	0.421	4.753
11/01/2023	1.136	-54.9	0.284	4.615
12/13/2023	0.361	-77.6	0.09	4.421
01/31/2024	-0.605	-96.6	-0.151	4.18

Quelle: Bloomberg

Damit steht uns in den kommenden Wochen und Monaten ein Auspreisen der aktuellen Zinssenkungserwartungen ins Haus. Dies dürfte den Dollar zwar nicht beflügeln, ihm jedoch wieder etwas festeren Boden unter den Füßen verschaffen und es ihm ermöglichen, zunächst moderate Gewinne zu verbuchen. Im Fokus stehen hier insbesondere die kommenden zwei Sitzungen der Fed. Erst im weiteren Jahresverlauf erwarten wir dann eine langsame Abwertung der US-Währung.

Insgesamt ist damit zu rechnen, dass die Volatilität am Markt zunächst hoch bleibt. Je nach Datenlage wird der Markt seine Erwartungen bzgl. des künftigen geldpolitischen Pfades adjustieren – mit dementsprechenden Konsequenzen für den Dollar.

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

Wir erwarten daher, dass der Dollar mit dem Auspreisen der Zinssenkungserwartungen erneut Aufwind erfährt

Insgesamt dürfte der Kassakurs stark datengetrieben bleiben

Japan: Yen wittert (geldpolitische) Morgenluft

Eine unserer großen Thesen für das Jahr 2023 war eine Neuausrichtung der japanischen Geldpolitik. Dass es so schnell gehen würde, hat uns dann (wie praktisch den gesamten Finanzmarkt) aber doch überrascht. Kurz vor Weihnachten hat die Bank von Japan die zulässige Schwankungsbreite im Rahmen ihres Zinsziels ausgeweitet und damit am japanischen Rentenmarkt und beim Yen für Kapriolen gesorgt. Die BoJ-Entscheidung klingt zunächst denkbar simpel: Künftig dürfen die zehnjährigen JGB-Renditen im Rahmen der Zinskurvensteuerung zwischen -0,50% und +0,50% statt -0,25% und +0,25% schwanken. Diese neu gewonnene Freiheit wurde vom Markt auch prompt ausgeschöpft, und die Renditen sind umgehend um die zusätzlichen 25 Basispunkte gestiegen. In gewisser Weise war dies also eine Zinserhöhung - nur dass sie von der BoJ nicht erzwungen wurde, sondern es ein Angebot war, das der Markt nicht ablehnen konnte.

Doch diese Sichtweise wäre eine unzulässige Vereinfachung. Auch wenn die Kapitalmarktrenditen jetzt merklich höher liegen, legt die Notenbank größten Wert darauf, dass es ihr nicht um eine weniger expansive Geldpolitik oder gar einen Kampf gegen Inflation geht, sondern "nur" um eine bessere Funktionalität des anämischen Marktes. Um dies zu unterstreichen, hat die BoJ zusammen mit der Anhebung der JGB-Spanne angekündigt, ihre regulären Anleihekäufe übergangsweise aufzustocken. Sie hatte also ohnehin vor, mehr Liquidität in den JGB-Markt zu pumpen; dass sie aber wiederholt zu außerplanmäßigen Käufen und dann auch noch im Rekordvolumen gezwungen wurde, um einen noch stärkeren Renditenanstieg zu vermeiden,

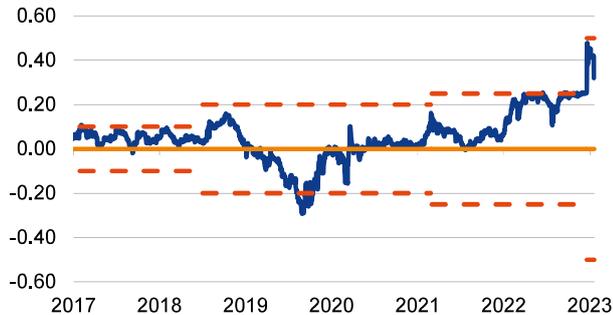
Ausweitung der zulässigen JGB-Handelsspanne – ein Angebot, das man nicht ablehnen kann?

Japans „Whatever it takes“ – Moment

gehörte sicher nicht zum Plan, ist aber mittlerweile traurige Realität. Dies führt uns zur paradoxen Situation, dass die BoJ einerseits ihre Anleihekäufe ausweitet und somit mehr Liquidität bereitstellt, andererseits aber für höhere Zinsen sorgt.

BOJ SETZTE JGB-MARKT IN BEWEGUNG

RENDITE 10J STAATSANLEIHEN UND YCC-ZINSZIEL, IN %



Quelle: Refinitiv

YEN STEIGT WIE PHÖNIX AUS DER ASCHE

USD-JPY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Die nächste wichtige Weichenstellung erfolgt in Kürze in Form der jährlichen „Shunto“-Tarifrunde. Japans größter Gewerkschaftsbund, Rengo, hat bereits angekündigt, eine Lohnerhöhung um 5% zu fordern, einschließlich der Erhöhung des Grundgehalts um 3% und einer Anhebung des Mindeststundenlohns. Dies wäre die höchste Forderung seit 28 Jahren und könnte der Schlüssel zum Ende der strukturellen Niedriginflationserwartungen und zur Trendwende der Notenbank sein. Das andere Highlight ist die Suche nach dem neuen BoJ-Chef, der Anfang Februar ernannt werden sollte. Auch wenn dieser erst ab April offiziell im Amt sein wird, dürstet der Yen danach endlich zu erfahren, ob er es künftig mit einer Taube oder einem Falken zu tun haben wird. Aus dem Falken-Lager hat sich Hirohide Yamaguchi als potenzieller Nachfolger in Stellung gebracht. Ihm kommt zugute, dass sich die Regierung mehr und mehr von der Linie der „Abenomics“ distanzieren will, die sich u.a. auch durch eine aggressive Lockerung der Geldpolitik sowie eine latente Abwertungspolitik ausgezeichnet hatte. Würden sich stattdessen treue Wegbegleiter Kurodas durchsetzen, wie Vize-Gouverneur Masayoshi Amamiya oder der ehemalige Vize Hiroshi Nakaso, wäre dies ein dovishes Signal für Geldpolitik und Währung. Der Yen saugt derzeit intensiv jeden einzelnen Hinweis für die weitere geldpolitische Ausrichtung auf. Die von uns für den weiteren Jahresverlauf unterstellte, schrittweise Abkehr von der gegenwärtigen BoJ-Ausrichtung dürfte den Yen zum Shooting Star 2023 machen und hat uns sogar zu einer Änderung des Anlageurteils auf „attraktiv“ veranlasst.

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

Schlüsselereignisse: Shunto-Tarifrunde und Kuroda-Nachfolge

UK: Der Drahtseilakt der „alten Dame“

Die Bank of England dürfte erleichtert sein, dass sich die politischen Turbulenzen vom September gelegt haben. Dies bedeutet aber nicht, dass die wirtschaftlichen Probleme weniger geworden sind. Nach einem beeindruckenden Wachstum von 4% im Jahr 2022 wird die Wirtschaftsleistung laut Prognose der DZ BANK 2023 um 0,7% schrumpfen. Zudem herrscht auf dem Arbeitsmarkt erhebliche Unruhe, die sich

Obwohl sich die politische Lage stabilisiert hat, sind die wirtschaftlichen Probleme immer noch vorhanden

allerdings weitgehend auf den öffentlichen Sektor und staatsnahe Dienstleistungen beschränkt. Und nicht zuletzt ist die Inflation das große (wirtschaftliche) Problem.

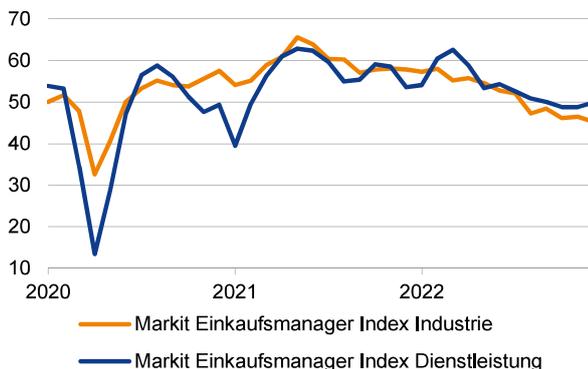
Obwohl es nun danach aussieht, als habe die Teuerungsrate im Oktober mit 11,1% (J/J) ihren Höchststand erreicht, hat sie sich seitdem nur leicht abgeschwächt, und zwar auf 10,5% (J/J) im Dezember. Im Laufe des Jahres 2023 ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen, da (u.a.) die Energiepreissteigerungen aus der Berechnung herausfallen. Insgesamt dürfte die Inflation für 2023 jedoch ein Problem bleiben: Die DZ BANK prognostiziert 7,7%, und der Verbraucherpreisindex wird unserer Ansicht nach erst im letzten Quartal des kommenden Jahres wieder den Zielwert der Bank of England erreichen.

Für die Bank of England bedeutet dies, dass die Geldpolitik drei Dinge leisten muss. Erstens muss sie straff genug sein, um die Inflation weiter nach unten zu drücken. Zweitens soll sie dafür sorgen, dass die Inflationserwartungen nicht ungebremst in die Höhe schießen. Drittens darf die Straffung aber nicht so weit gehen, dass sich der ohnehin trübe Ausblick für das Wirtschaftswachstum noch weiter verschlechtert. Kurzum, der geldpolitische Ausschuss (MCP) muss widersprüchliche Ziele in Einklang bringen, was kein leichtes Unterfangen ist.

Die Inflation hat wahrscheinlich ihren Höchststand erreicht, wird aber 2023 mit 7,7% deutlich über dem Zielwert der BoE bleiben

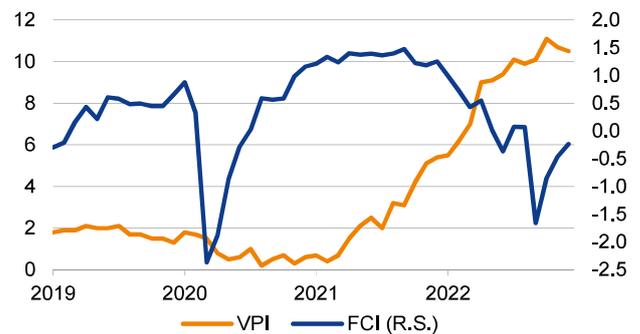
Die Geldpolitik steckt in einer Zwickmühle

PMI-TRENDS DEUTEN AUF EINE SCHWACHE KONJUNKTUR, AUCH WENN ABSCHWUNG NICHT SO STARK AUSZUFALLEN SCHEINT
INDEX-PUNKTE



Quelle: Bloomberg

INFLATION HAT WAHRSCHEINLICH IHREN HÖHEPUNKT ERREICHT, WIRD ABER 2023 NICHT AUF DEN ZIELWERT VON 2% ZURÜCKGEHEN
LS: VPI IN % (J/J); RS: FINANZIELLE BEDINGUNG INDEX IN PUNKTE



Quelle: Bloomberg

Vor diesem Hintergrund ist in den kommenden Monaten mit weiteren Zinsschritten durch die Bank of England zu rechnen. Unserer Ansicht nach wird der MPC den Leitzins in den nächsten drei Monaten um 50 Basispunkte anheben. Dies lässt sich mit den Inflationsaussichten und der jüngsten Entspannung der monetären Lage rechtfertigen. Bis zur Jahresmitte ist mit einer weiteren Straffung im gleichen Umfang zu rechnen. Damit würde der Leitzins auf 4,5% steigen, den höchsten Stand seit Herbst 2008. Angesichts der Tatsache, dass die Bank of England, die Fed und die EZB ihre Geldpolitik in den kommenden Monaten weiter straffen werden, dürfte alles darauf hinauslaufen, dass sich GBP-USD in einer Spanne zwischen 1,20 und 1,25 USD bewegen wird, während das Marktgeschehen bei EUR-GBP überwiegend im oberen Bereich von 0,80 GBP zu sehen sein wird. Da die Marktstimmung im letzten Herbst erheblich gelitten hat, scheint die Gefahr eines Rückschlags für das Pfund allerdings größer zu sein als für den US-Dollar oder den Euro.

Es ist zu erwarten, dass der MPC den Leitzins bis Mitte des Jahres um insgesamt 100 Basispunkte anheben wird

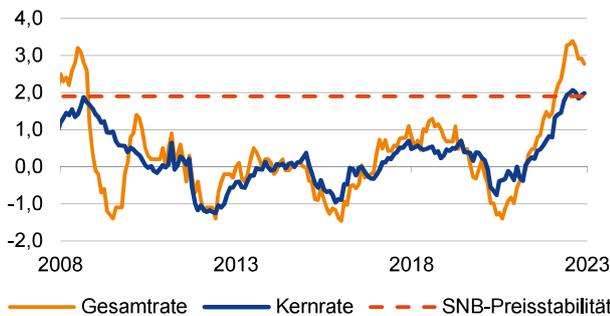
Seitwärtsbewegung des GBP gegenüber USD und EUR gilt als wahrscheinlich

Schweiz: Erfolge im Inflationenkampf – für den Franken keine guten News

Nachdem sich der Schweizer Franken im abgelaufenen Jahr von seiner besten Seite gezeigt hatte, und als einzige G10-Währung dem übermächtigen US-Dollar gewachsen war, stehen die Sterne für 2023 nicht mehr ganz so gut. Dass EUR-CHF Mitte Januar erstmals seit Juni 2022 wieder kurz über die Parität geblickt hat, werten wir als Vorgeschmack auf die Entwicklung der kommenden Monate, die sich aus gleich mehreren Kanälen nährt. Am offensichtlichsten ist die (bereits wiederholt in dieser Publikation angerissene) Aufhellung des globalen Risikoumfelds. Ohne Rezession in Deutschland und ohne Energiekrise schwindet der Bedarf für den Safe-Haven-Franken zusehends. In diesen Kontext passt auch die wohlwollendere Marktsicht auf den Euro als andere Seite der EUR-CHF-Medaille. Der entschlossene Antritt der EZB bzw. die noch anstehenden zugehörigen Leitzinsschritte lassen den Euro im Vergleich mit der Alpenwährung wie die bessere Wahl wirken.

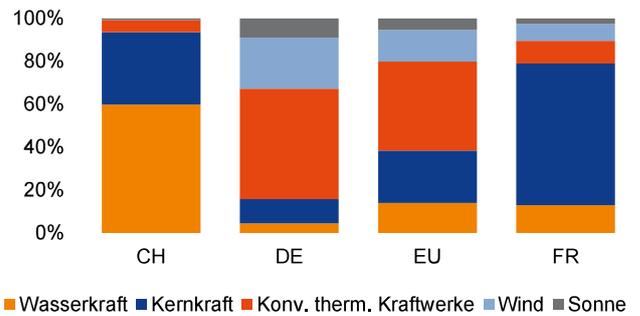
EUR-CHF blickt kurz wieder über die Parität

SNB ERFOLGREICH IM KAMPF GEGEN DIE INFLATION
CPI UND KERNRATE IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

SCHWEIZER ENERGIEMIX DÄMPFT STROMPREISSCHOCK
PRODUKTIONSMIX, STAND 2020



Quelle: Schweizer Bundesamt für Energie

Doch es ist nicht nur das externe Umfeld, das dem Franken 2023 das Leben schwerer machen sollte. Eine wichtige Rolle kommen der SNB und ihrem erfolgreichen Kampf gegen die Schweizer Inflation zu, der paradoxerweise negative Folgen für die Währung haben könnte. Die Konsumentenpreise sind im Dezember nur noch um 2,8% (J/J) gestiegen und sollten schon im Frühjahr wieder in Reichweite der geldpolitischen Zielmarke von 2,0% liegen. Der Inflationsgipfel bei 3,5% (J/J) vom August 2022 scheint zweifelsohne überwunden zu sein. Nichtsdestotrotz droht mit der Januar-Zahl nochmal ein Rückschlag, wenn Strompreiserhöhungen in die Berechnung einfließen. Diese erfolgen -zumindest für private Endkunden- in der Schweiz nur einmal jährlich, der entsprechende Preisschock steht ihnen also noch bevor. Er dürfte aber nicht so massiv ausfallen wie andernorts, da die Schweiz ihren Strom zu 90% aus heimischer Wasser- und Atomkraft bezieht. Insofern könnten die CPI-Daten für Januar nochmal für Irritation am Markt sorgen, insgesamt sollte sich aber schon in Kürze abzeichnen, dass die SNB nach einem letzten Schritt im März ihren Leitzinserhöhungszyklus bei einem Niveau von 1,50% beenden wird. Damit entfällt für den Franken ein wichtiges Argument, das 2022 noch zu seinen Gunsten sprach.

Inflation schon in Kürze wieder zurück auf Zielwert

Sondereffekt durch Strompreisanpassung im Januar

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

Australien & Neuseeland: Drahtseilakt der RBNZ

Seit Beginn ihres Zinserhöhungszyklus hat die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) kumuliert ihren Leitzins bereits um beachtliche 400 Basispunkte angehoben. Daher machte sie nicht nur mit ihrem Jumbo-Zinsschritt von 75 Basispunkten bei ihrer letzten Sitzung im November deutlich, dass ein Verharren der Inflationsrate auf hohem Niveau verhindert werden müsse. Nachdem die Inflationsrate im zweiten Quartal 2022 ein Niveau von 7,3% (J/J) erreicht hatte, tendierte sie im dritten Quartal mit 7,2% (J/J) nämlich allenfalls abwärts (der Marktkonsens ging damals von einem Rückgang auf 6,5%, die RBNZ sogar auf 6,4% aus; jeweils J/J). Die neuseeländische Notenbank dürfte daher mit einem flauen Gefühl im Magen auf die Veröffentlichung der jüngsten Inflationsdaten (Q4 2022) in dieser Woche blicken. Die Frage, ob das Inflationspeak nun erreicht ist, dürfte entscheidend für die weitere geldpolitische Weichenstellung der RBNZ in diesem Jahr sein und somit für die Entwicklung des Kiwi-Dollars. Die Währungshüter korrigierten nach der letzten Zinsentscheidung in ihrem Monetary Policy Statement die Inflationsprojektion für das vierte Quartal jedenfalls nach oben und erwarten auch im ersten Quartal 2023 keine Entspannung der Teuerungsrate.

Zwar hat die aggressive Straffung der Zinszügel bereits zu einer Abkühlung des Häusermarktes geführt – Neuseelands Hauspreisindex sank im Dezember um 5,0% (J/J), die Lebensmittelpreise stiegen allerdings zuletzt erneut um 11,3% (J/J). Für Entspannung am immer noch äußerst engen Arbeitsmarkt dürfte die in den letzten Monaten deutlich gestiegene Nettomigration sorgen. Der Lohndruck dürfte dadurch wieder sinken und damit auch die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale.

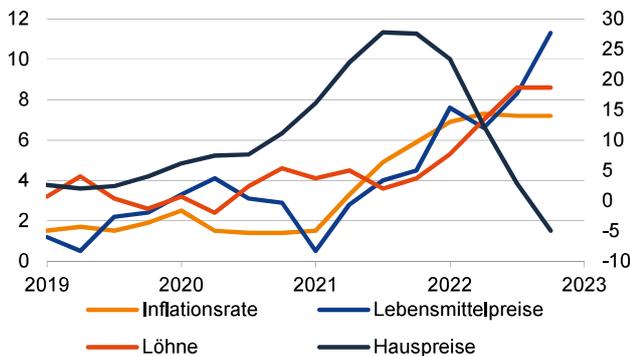
RBNZ will Verharren der Inflationsrate auf hohem Niveau verhindern

Ist das Inflationspeak erreicht?

Häuserpreise sinken, Lebensmittelpreise steigen

NZ: ENTWICKLUNG DER INFLATIONSRATE WEITER UNKLAR

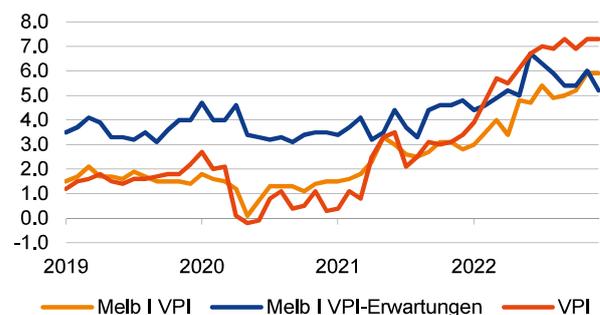
LS: INFLATIONSRATE, LEBENSMITTELPREISE, LOHNWACHSTUM; RS: HAUSPREISE (JEWEILS IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg

INFLATION IN AUSTRALIEN NOCH NICHT BESIEGT, ABER DRUCK NACH OBEN LÄSST NACH

OFFIZIELLE UND MELBOURNE INSTITUTE DATEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

Daneben wird auch das neuseeländische Konjunkturbild zunehmend dunkler: Der letzte Woche veröffentlichte NZIER-Geschäftsklimaindex zeigte den niedrigsten Stand seit 1974, die neuseeländische Wirtschaft dürfte 2023 merklich abkühlen (die RBNZ prognostiziert ab dem zweiten Quartal ein schrumpfendes Bruttoinlandsprodukt). Als wäre somit die Gefahr einer Stagflation nicht schon Sorge genug, trat dann auch noch am 19. Januar Premierministerin Ardern äußerst überraschend zurück. Der bereits am 22. Januar gewählte Nachfolger, Chris Hipkins, hat bis zu den Parlamentswahlen im Oktober keine leichte Aufgabe, liegt Labour in Umfragen doch einige Prozentpunkte hinter der National-Partei. Ohne bisher konkrete Details zu nennen, kündigte er an, sich auf die aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen zu fokussieren und aktuell „unwichtige“ Programme auf Eis legen zu wollen – diese augen-

Trübe Konjunkturaussichten und politische Unsicherheiten

scheinliche politische Unsicherheit dürfte in nächster Zeit für erhöhte Volatilität beim Kiwi-Dollar gegenüber Euro bzw. US-Dollar sorgen.

Während sich Australien dem Ende der Haupturlaubszeit nähert, befassen sich die Finanzmärkte erneut mit den Aussichten für die kommenden Quartale. Die Inflation bleibt ein heißes Thema. Die jüngsten offiziellen und inoffiziellen Daten deuten auf eine gewisse Abschwächung des Aufwärtsdrucks hin, es gibt aber noch keine konkreten Anzeichen dafür, dass der Höhepunkt überschritten ist: In nicht allzu ferner Vergangenheit hat es diesbezüglich Fehlalarme gegeben.

Vor dem Hintergrund einer hohen und stabilen Inflation und einer Wirtschaft, die sich immer noch in relativ guter Verfassung befindet, wird die RBA die Geldpolitik noch einige Zeit straffen, auch wenn das Tempo eher auf 25 Bp-Schritte als die im Jahr 2022 üblichen 50 Bp-Anhebungen gedrosselt werden dürfte. Die steigenden Löhne und Gehälter aufgrund des angespannten Arbeitsmarktes (und damit das Risiko von Zweitrundeneffekten) werden ebenfalls die geldpolitischen Entscheidungen der RBA beeinflussen.

Für den australischen Dollar wird die Unterstützung durch die Geldpolitik erfreulich sein. Allerdings werden sowohl die EZB als auch die Fed ihre Geldpolitik im Jahr 2023 weiter straffen. Dies deutet darauf hin, dass nach den großen Schwankungen am Devisenmarkt im letzten Jahr das Jahr 2023 weniger stürmisch sein wird.

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

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

In Australien keine Bestätigung, dass Inflation nun nach unten tendiert

Die RBA wird weiter straffen, wohl um 25 Bp im Februar

Die Perspektiven für den AUD im Jahr 2023 sind weniger volatil als 2022

Kanada: Bank of Canada kann noch keinen Sieg über die Inflation verkünden

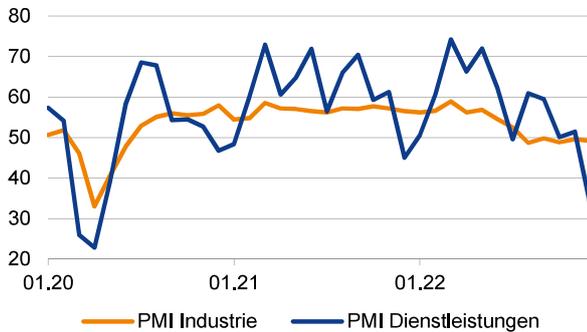
Obwohl sich das Jahreswirtschaftswachstum den monatlichen Daten zufolge von seinem in 2022 verzeichneten Höchststand von 5,2% im Mai auf 3,1% im Oktober verlangsamt hat, ist dies immer noch ein zufriedenstellendes Niveau. Allerdings haben sich die Einkaufsmanagerindizes sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor in der zweiten Jahreshälfte 2022 verschlechtert, was auf einen eher verhaltenen Ausblick für die kanadische Wirtschaft im Jahr 2023 hindeutet. Die DZ BANK prognostiziert sogar ein Abgleiten in eine zwar leichte, doch andauernde Rezession, in der die Wirtschaft um 1% (J/J) schrumpft, bevor sie wieder auf den Wachstumspfad zurückkehrt und 2024 um 2,3% (J/J) wächst.

Einerseits hat die Bank of Canada also mit eher schlechten Aussichten für das Wirtschaftswachstum zu kämpfen, andererseits ist die Inflation immer noch zu hoch. Aus den Dezember-Daten geht hervor, dass die jährliche Teuerungsrate von 6,8% im November wieder auf 6,3% gesunken ist. Damit liegt sie aber immer noch weit über dem Inflationsziel der Bank von 2%. Unterdessen war bei der Kerninflation ein sehr geringer Rückgang zu verzeichnen, so dass die durchschnittliche Kernrate von einem Zehnjahreshoch von 5,1% (J/J) im November auf 5,0% im Dezember sank.

Die Konjunktur schwächelt und für 2023 wird eine moderate Rezession erwartet

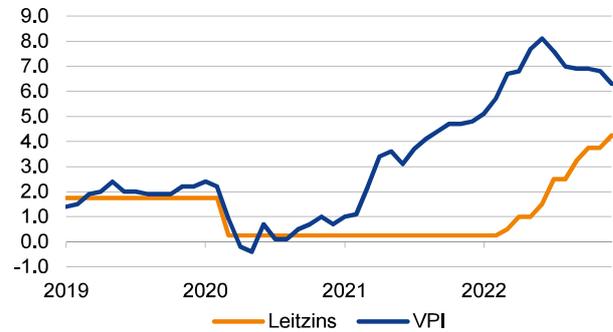
Inflationsrate immer noch über 6%

EINKAUFSMANAGERINDIZES DEUTEN AUF TRÜBERE WIRTSCHAFTS-PERSPEKTIVEN IN INDEXPUNKTEN



Quelle: Bloomberg

INFLATIONSRATE NACH HÖCHSTSTAND IM JUNI 2022 ALLMÄHLICH RÜCKLÄUFIG, ABER IMMER NOCH ZU HOCH GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

Angesichts der Inflationsentwicklung, des starken Arbeitsmarktberichts für Dezember, in dem mehr als 100.000 neue Arbeitsplätze geschaffen wurden - deutlich mehr als erwartet (5.000) bzw. weit mehr als im November (10.000) - und der Tatsache, dass die Stundenlöhne den siebten Monat in Folge um mehr als 5% (J/J) gestiegen sind, ist davon auszugehen, dass die BoC ihre geldpolitische Straffung bis ins erste Quartal 2023 fortsetzen wird. Allerdings dürfte die BoC bestrebt sein, den Kampf gegen die Inflation zu führen, ohne dabei die Konjunktur zu bremsen. Daher erwarten wir, dass der Leitzins auf 4,5% angehoben und dann für viele Monate auf diesem Niveau verharren wird.

Bank of Canada dürfte die Zinsen weiter anheben, um die Inflation und den Aufwärtsdruck auf die Löhne einzudämmen

Für den kanadischen Dollar ist die Tatsache, dass sowohl die EZB als auch die Fed ihre Geldpolitik stärker straffen dürften als die BoC, ein Belastungsfaktor. Da jedoch davon ausgegangen wird, dass die Nachfrage nach US-Dollar als sicherer Hafen im Jahresverlauf schwindet, dürfte der US-Dollar gegenüber anderen Leitwährungen an Boden verlieren. Dies sollte dem kanadischen Dollar Gelegenheit bieten, sich zu erholen und den USD in den unteren Bereich der 1,30 USD-Marke zu drängen. Andererseits hat EUR-CAD bereits gute Nachrichten für den Euro eingepreist, so dass hier mit einer weitgehenden Seitwärtsbewegung im niedrigen bis mittleren Bereich von 1,40 CAD zu rechnen ist.

Gemischte Aussichten für den CAD: Seitwärtsbewegung gegenüber dem Euro, aber leichte Gewinne gegenüber dem USD

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

Skandinavien: Ein Ende der Leitzinsanhebungen zeichnet sich ab

Die Inflation ist immer noch viel zu hoch und die Geldpolitik muss weiter verschärft werden, um sie innerhalb einer angemessenen Zeit wieder auf den Zielwert zurückzubringen, so die Ausführungen der schwedischen Währungshüter in den aktuellen Monetary Policy Minutes. Die Inflationsentwicklung ist und bleibt vorerst auch das Sorgenkind der Riksbank-Vertreter. Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex stieg im Dezember auf 10,2% im Jahresvergleich (Vorwert 9,5%) und damit auf den höchsten Stand seit mehr als 30 Jahren. Der Preisauftrieb bleibt damit weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Die Kernrate ohne Ener-

Inflation auf Höchstständen

gie stieg im Dezember ebenfalls unerwartet stark auf 8,4% im Jahresvergleich und lag damit erneut über der Prognose der Riksbank. Im weiteren Jahresverlauf sollte sich der Preisauftrieb abschwächen. Im kommenden Jahr dürfte der CPIF-Index nach Einschätzung der Riksbank 1,5% (J/J) betragen und damit den Zielwert der Notenbank wieder unterschreiten.

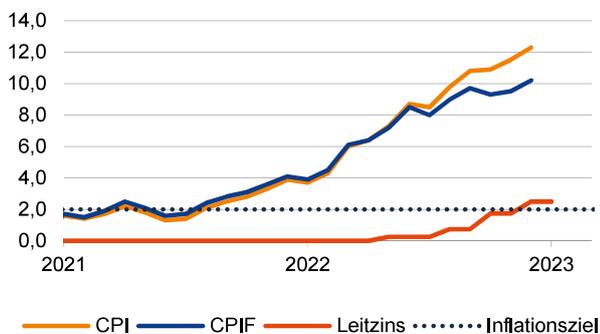
Die schwedische Wirtschaft hat sich bisher als relativ widerstandsfähig gegenüber hoher Inflation und schnell steigenden Zinsen erwiesen. Für das Jahr 2023 erwarten wir jedoch einen Rückgang im Bruttoinlandsprodukt um 0,5% (J/J). Nach kumulierten Leitzinserhöhungen um 250 Basispunkte im Jahr 2022 sind weitere Anhebungen um 50 Basispunkte im ersten Halbjahr wahrscheinlich. Bei einem Leitzins von 3,0% dürfte der Anhebungszyklus beendet werden – die Risiken für den Leitzinspfad bleiben aber nach oben gerichtet.

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 in diesem Jahr auf eine stärkere Rezession zusteuern könnte. Da wir nur einen sehr moderaten Konjunkturrückgang erwarten, sollte sich die Krone wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 12,3% (J/J) im weiteren Jahresverlauf auf 5,3% (J/J) abschwächen wird. Die Krone dürfte daher ihren Abwärtstrend beenden. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,10 SEK.

Weitere Zinserhöhungen stehen unmittelbar bevor

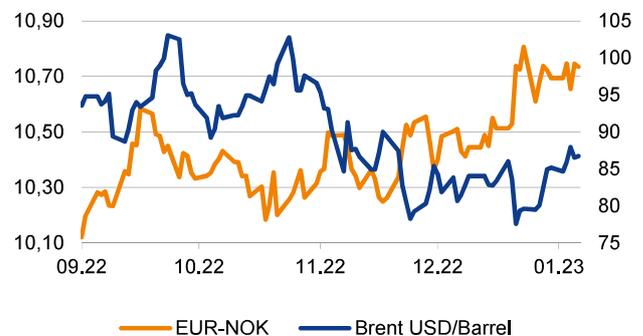
Krone sollte ihren Abwärtstrend beenden und auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus von 11,10 EUR-SEK notieren

SCHWEDEN: NOCH ENTEILT DIE INFLATION DER RIKSBANK IN PROZENT J/J



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

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



Quelle: Refinitiv

Zwar bremst hohe Inflation und die Straffung der Geldpolitik die Wachstumsdynamik dennoch übertrifft die norwegische Wirtschaftstätigkeit dank einer starken privaten Konsumnachfrage zum Jahresende 2022 die Erwartungen. Die Arbeitslosenrate lag im Dezember unverändert 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 mit 7,5% im Jahresvergleich einen neuen historischen Rekord. Bis zum Dezember verlangsamte sich der Preisauftrieb auf 5,9% (J/J). Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Dezember auf 5,8% im Jahresvergleich angestiegen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ ist vorerst nicht zu erreichen. Die Notenbank selbst geht in diesem und im kommenden Jahr von einer Kerninflationsrate von 5,2%

Wachstumsdynamik zwar schwächer – übertrifft aber die Erwartungen

Arbeitslosigkeit bleibt niedrig

Inflation längerfristig über dem Notenbankziel von 2%

(J/J) und 3,6% (J/J) aus und erst 2025 dürfte sich der Preisauftrieb mit 2,7% (J/J) allmählich dem Notenbankziel annähern.

Nach mittlerweile acht Leitzinsschritten seit September 2021 hat die Norges Bank die Policy Rate auf 2,75% angehoben. In der Januar-Sitzung gab es zwar keine Anpassung, die Notenbank bekräftigte aber ihre Zusage, den Leitzins im ersten Quartal anzuheben. Wir gehen von einer Anhebung auf der März-Sitzung (23.3.) um 25 Basispunkte auf 3% aus. Dann wird die Norges Bank auch den diesjährigen ersten geldpolitischen Bericht mit neuen Prognosen für die norwegische Wirtschaft vorlegen. Eine Policy Rate von 3% dürfte die Norges Bank an, beziehungsweise sehr nahe an, das Ende ihres Straffungszyklus bringen. Von einer Lockerung der Politik ist die Bank jedoch noch weit entfernt. Da sich die Finanzierungsbedingungen damit erst einmal weiter verschärfen dürften, könnte dies schnell zu einem Wachstumshemmnis werden. Wir gehen in unserer Prognose für 2023 von einem im internationalen Vergleich noch recht robusten Wirtschaftswachstum von 1,7% (J/J) aus.

Die deutlich gestiegene Risikoaversion hat in den zurückliegenden Wochen zu einem Abgabedruck vor allem bei kleineren Währungsräumen geführt, die nicht als sichere 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 2022 um rund 35% nachgegeben hat. Auf Jahresfrist gehen wir bei den Rohölnotierungen von einem Anstieg auf 100 USD pro Barrel aus. Damit sollte die Krone von höheren Rohölpreisen, der restriktiveren Ausrichtung der Norges Bank sowie immer noch recht attraktiven Spreads von gut 80 Basispunkten am Geldmarkt und 50 bis 70 Basispunkten bei den Kapitalmarktzinssätzen profitieren. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld somit bestehen bleiben.

Die Norges Bank hat den Leitzins bereits um 275 Basispunkte angehoben – weitere Erhöhung(en) dürfte(n) folgen

Krone profitiert von hohen Leitzinsen, dem Zinsvorteil und erwartungsgemäß wieder höheren Rohölpreisen

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

SCHWELLENLÄNDER

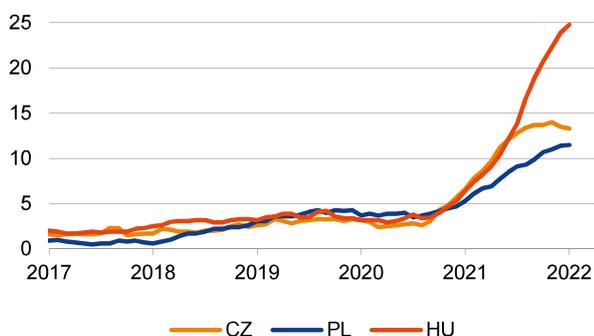
Osteuropa: Hohe Inflation trifft auf konjunkturellen Abschwung

Wenngleich angesichts des bislang vergleichsweise milden Winters sowie der gesunkenen Energiepreise marktseitig die Furcht vor einer tiefen Winterrezession in Europa etwas nachgelassen hat, so prägen in Osteuropa dennoch weiterhin Konjunktur- und Inflationssorgen das Bild. Herausfordernd dürfte unter diesem Aspekt hierbei besonders das erste Halbjahr 2023 werden, ist doch in den CE3-Staaten erst in der zweiten Jahreshälfte mit einem spürbar nachlassenden Preisdruck sowie einer moderaten konjunkturellen Erholung zu rechnen. Für die dortigen Notenbanken, welche die geldpolitischen Zügel im vergangenen Jahr deutlich gestrafft haben, ist dies alles andere als eine einfache Situation. So ist davon auszugehen, dass sie die Leitzinsen angesichts der sich hartnäckig haltenden Inflation länger im restriktiven Bereich belassen werden, als ihnen aus konjunktureller Sicht lieb sein sollte. Sich dieses zunächst noch schwierigen, mit Rückschlagrisiken behafteten fundamentalen Umfelds bewusst, dürften sowohl der polnische Zloty als auch der ungarische Forint in das Frühjahr hinein zunächst noch umsichtig agieren. Im Fokus sollten die beiden Währungen hierbei neben den fundamentalen Einschätzungen ihrer Notenbanken besonders die Veröffentlichungen der vorläufigen nationalen Wachstumszahlen für das vierte Quartal haben, welche Mitte Februar auf der Agenda stehen. Marktseitig wird hier mit einer erneut deutlich an Dynamik einbüßenden Wirtschaftsentwicklung gerechnet.

Fragiles fundamentales Umfeld dürfte Zloty und Forint zunächst noch umsichtig agieren lassen

AN DER PREISFRONT KANN NOCH KEINE ENTWARNUNG GEBEN WERDEN

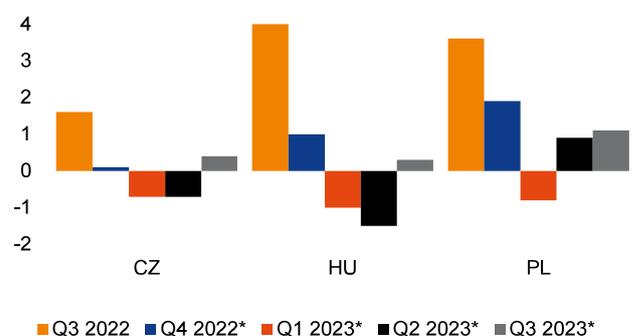
INFLATION: ENTWICKLUNG DER KERNRATE, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

SPÜRBARE KONJUNKTURELLE ABKÜHLUNG ERWARTET

BIP-QUARTALSWERTE, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, * Umfragewerte Bloomberg

Auch die tschechische Krone, welche zuletzt gegenüber dem Euro zeitweise auf den höchsten Stand seit Ende 2008 gestiegen war, dürfte u.a. angesichts der drohenden Rezession im Land unserer Einschätzung zufolge in den kommenden Monaten gegenüber dem Euro vorübergehend wieder etwas kleinere Brötchen backen. Interessant sind in diesem Zusammenhang auch die letzten Interventionszahlen der tschechischen Notenbank (CNB), welche von November 2022 stammen. Diese machen deutlich, dass die Währungshüter in Prag, nachdem sie ihre Fremdwährungsverkäufe bereits im Herbst deutlich reduziert hatten, im November nicht mehr am FX-Markt aktiv waren, um ihre Landeswährung zu stützen. Denkbar wäre, dass der CNB, die zwar zur Bekämpfung der importierten Inflation über weite Strecken von 2022 aktiv auf eine feste Währung gesetzt hatte, die Kronen-Aufwertung jedoch allmählich nun weit genug gelaufen ist. Neben dem prognostizierten deutlichen konjunkturellen Abschwung würde auch der von der CNB ab dem Frühjahr erwartete, deutlich nachlas-

Wie steht die CNB zur deutlichen CZK-Aufwertung?

sende Preisdruck dafürsprechen, dass die Notenbank eine wieder etwas weniger feste Währung tolerieren könnte. Wenngleich es von Seiten der CNB bislang (noch) keine Hinweise in diese Richtung gibt, so sollte dennoch die nächste Notenbanksitzung am 2. Februar auf etwaige sprachliche Nuancen hin analysiert werden.

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

Türkei & Südafrika: Geldpolitisch weit voneinander entfernt

Die türkische Lira ist zu Beginn des neuen Jahres sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar auf ein neues Rekordtief gefallen. Die Aussage des türkischen Finanzministers Nebati, wonach sich die Inflation des Landes seit zwei Monaten in einem Abwärtstrend befindet und dass diese Entwicklung weitergehen sollte, konnte die Lira nur temporär stützen. Dass die türkische Landeswährung vorsichtig bleibt, dürfte zum einen dem Umstand geschuldet sein, dass die dortige Teuerung auch nach ihrem im Dezember verzeichneten, stärksten Rückgang seit 1995 auf 64,27% (J/J) nach wie vor immer noch viel zu hoch und die Geldpolitik weiterhin viel zu locker ausgestaltet ist. Im Vorfeld der im Sommer in der Türkei anstehenden Parlaments- sowie Präsidentschaftswahlen, Staatspräsident Erdogan brachte in diesem Zusammenhang zuletzt einen um rund vier Wochen vorgezogene Wahltermin (14. Mai) ins Spiel, dürfte sich an der geldpolitischen Ausrichtung der türkischen Notenbank (TCMB) indes wenig ändern. Unserer Ansicht nach sollte die TCMB daher in den kommenden Monaten an dem aktuellen Leitzinsniveau von 9% festhalten.

Zum anderen sind in diesem Zusammenhang auch Konjunktursorgen zu nennen. So hat doch die wirtschaftliche Dynamik in der Türkei zuletzt weiter merklich nachgelassen. Im dritten Quartal schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt in der Q/Q-Betrachtung erstmals seit dem zweiten Quartal 2020 wieder. Und auch im entsprechenden Vorjahresvergleich konnte im Herbst 2022 mit einem BIP-Plus von 3,9% eine spürbare konjunkturelle Abbremsung beobachtet werden. Ende Februar steht nun die Bekanntgabe der Wachstumszahlen für das Schlussquartal 2022 auf der Agenda. Marktseitig wird davon ausgegangen, dass die türkische Wirtschaft weiter merklich an Schwung verloren haben sollte und nur noch um 2,5% (J/J) gewachsen sein dürfte. Interessant werden in diesem Zusammenhang auch die einzelnen Wachstumskomponenten. Denn während die sichtbar eingetrübte Stimmung in der Industrie vorerst keine Erholung bei der Investitionstätigkeit erwarten lässt, darf man gespannt sein, ob sich der private Konsum, der im dritten Quartal noch der gewaltigen Inflation getrotzt hat, abermals als wichtige Wachstumsstütze erweisen wird. Angesichts der nur zögerlichen Entspannung an der Preisfront (marktseitig wird 2023 im Jahresdurchschnitt immer noch eine Inflation von knapp 45% erwartet) haben wir diesbezüglich allerdings unseren Zweifel.

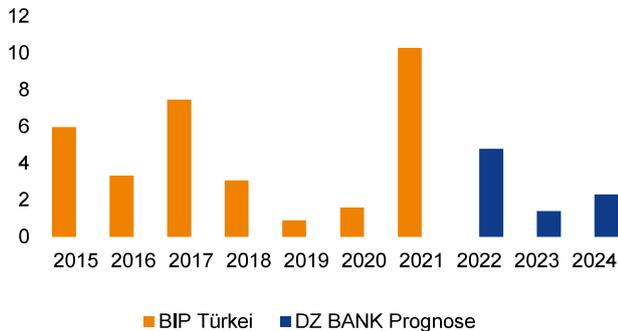
Türkische Lira zeitweise auf neuem Rekordtief

Staatspräsident Erdogan spricht sich für vorgezogene Neuwahlen aus

Wachstumszahlen für Q4 rücken in den Fokus

TÜRKISCHE WIRTSCHAFT DÜRFTE 2023 AN FAHRT VERLIEREN

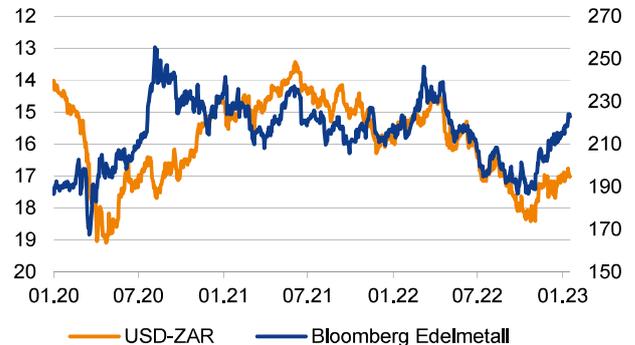
TÜRKISCHES BIP, JAHRESWERTE, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

RAND HÄNGT DERZEIT AN DEN EDELMETALLEN

LS: ZAR JE USD (INVERTIERT); RS: ROHSTOFFPREISINDEX



Quelle: Bloomberg

Die Anfang Dezember veröffentlichten BIP-Zahlen für das dritte Quartal wiesen mit einem Anstieg um 1,6% (Q/Q) ein überraschend starkes Wachstum aus. Auch sonst wartete der letzte Monat des Jahres mit einigen positiven Nachrichten auf. Trotz aller Widrigkeiten wurde Präsident Ramaphosa als Vorsitzender des ANC wiedergewählt und wird damit voraussichtlich als Spitzenkandidat bei den Parlamentswahlen 2024 antreten. Ramaphosa gilt als Bastion einer eher marktwirtschaftlichen Richtung innerhalb des ANC. Damit die Partei ihre absolute Mehrheit verteidigen kann, die sie seit dem Ende der Apartheid innehat, sind aber vor allem auch politische und wirtschaftliche Erfolge notwendig. Bei dem drängendsten Problem der Wiederherstellung einer dauerhaft funktionierenden Stromversorgung zeichnet sich keine schnelle Lösung ab, auch wenn die Regierung hofft, dass private Erzeuger bis zum Jahresende eine zusätzliche Kapazität von fast 9.000 MW ans Netz bringen können. Im kommenden Jahr soll ein ähnlicher Ausbau gelingen. Diese Zahlen relativieren sich jedoch, da Routinewartungen und ungeplante Ausfälle zuletzt dafür sorgten, dass fast 22.000 MW beim staatlichen Versorger Eskom nicht zur Verfügung standen. Wachstumschancen werden damit auf absehbare Zeit nicht genutzt werden können.

Stromausfälle belasten Südafrikas Wirtschaft

Positive Nachrichten kamen zuletzt von den Inflationsdaten. Nicht nur die Gesamtrate zeigte sich mit einem Rückgang auf 7,2% (J/J) von zuvor 7,4% etwas entspannter, vor allem setzte sich der Anstieg in der Kernrate mit einer Jahresrate von 4,9% nach zuvor 5,0% nicht fort. Mit unserer Prognose eines Leitzinshochs bei 7,5% fühlen wir uns daher weiterhin wohl. Dieses Niveau könne bereits Ende des Monats mit einem letzten 50 Bp Schritt erreicht werden. Die unabhängige Geldpolitik war in den letzten Jahren immer ein stabilisierender Faktor für den Rand. Von größeren Teilen des ANC kamen zuletzt aber immer wieder Forderungen, das Inflationsziel (3% bis 6%) um eine Beschäftigungs- bzw. Wachstumskomponente zu ergänzen. Auch wenn sich hierfür derzeit wohl keine Mehrheiten finden lassen sollten, könnte allein eine verstärkte Diskussion zu dem Thema für Verunsicherung sorgen. Ein wichtiger Faktor für den Rand waren in den letzten drei Monaten zudem die gestiegenen Edelmetallpreise. Ob diese auch weiterhin unterstützen können, erscheint jedoch fraglich.

Verlässliche Notenbank

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

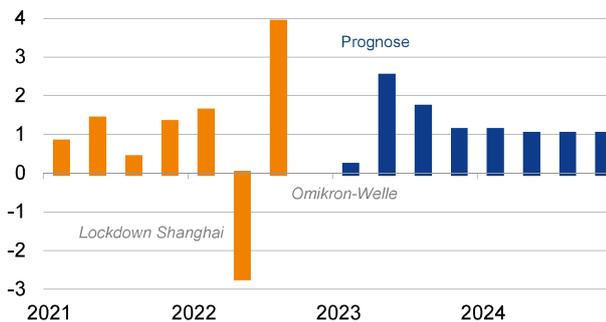
China: Mehr Pragmatismus, weniger Dogmatismus im Jahr des Hasen

Mit viel Zuversicht begehen Chinas Bürger, Finanzmärkte und Konjunktur derzeit die Feiern zum chinesischen Neujahrsfest. Die Vorzeichen für das laut chinesischem Kalender „Jahr des Hasen“ könnten kaum vielversprechender sein, auch wenn wir die gegenwärtige Markteuphorie für verfrüht und überzogen halten. Mit der plötzlichen Abkehr von der strikten Null-Covid-Politik sind zunächst durchaus noch Einbußen verbunden, sowohl gesundheitliche als auch konjunkturelle. Die erhöhte Reise-tätigkeit zum chinesischen Neujahrsfest stellt vor allem durch Familienbesuche für die ländliche, kaum immunisierte Bevölkerung ein beachtliches Risiko dar, während in den Metropolenregionen die „Durchseuchung“ bereits weit vorangeschritten sein dürfte. Offizielle Infektionsdaten werden längst nicht mehr veröffentlicht; Indizien wie Mobilitätsstatistiken oder Suchmaschinen-Anfragen lassen aber hoffen, dass der Höhepunkt der Omikron-Welle in Kürze erreicht, wenn nicht sogar bereits überschritten sein könnte. Damit steht deutlichen Nachholeffekten spätestens ab März nichts mehr entgegen, und v.a. das Sommerhalbjahr sollte von einer kräftigen Konjunkturerholung geprägt sein. Vor diesem Hintergrund hat das DZ BANK Research die 2023er Wachstumsprognose für China von 3,5% auf 4,5% (J/J) angehoben. Auch im kommenden Jahr sollte sich dieser positive Trend mit erwarteten 5,0% fortsetzen.

Höhepunkt der Omikron-Welle in Metropolenregionen wohl in Kürze überschritten

Spürbare Aufwärtsrevision für den Wachstumsausblick

DEUTLICHE NACHHOLEFFEKTE MIT ENDE DER NULL-COVID-POLITIK
BIP-WACHSTUM UND PROGNOSE DZ BANK (Q/Q,) IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

NACH KURZEM RÜCKSETZER WINKT DEM CNY EIN GUTES JAHR
USD-CNY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Angesichts dieser erfreulichen Wachstumsperspektiven und ohne das Damokles-Schwert ständiger Lockdowns hat sich auch das Yuan-Sentiment seit Dezember massiv aufgehellt und uns zu einer Revision unserer FX-Prognose veranlasst. Zwar hatten wir auch vorher schon große Hoffnungen in Chinas Währung gesetzt, nur eben erst später im Jahr. Nach einer kurzen Korrekturphase rechnen wir nun mit einer Fortsetzung der USD-CNY-Abwertung bis 6,40 CNY (+12M). Dies spiegelt nicht nur das konstruktive Yuan-Umfeld wider, es ist auch Folge der latenten USD-Zweifel. Zwei Risiken gibt es für den freundlichen Yuan-Ausblick im Auge zu behalten: zum einen die Frage, wieviel Aufwertung währungspolitisch als akzeptabel gilt, bevor sich in Peking Widerstand regt, und zum anderen das Ausmaß, mit dem die nahende US-Rezession die Nachfrage nach chinesischen Exporten belasten wird.

Konstruktives Yuan-Umfeld in 2023

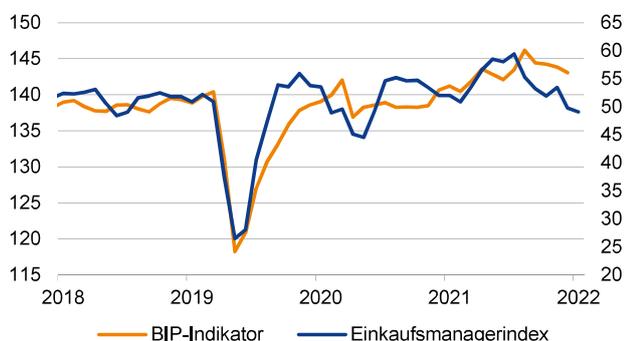
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Brasilien & Mexiko: Herausforderungen für die Politik

Der Regierungswechsel in Brasilien zum 1. Januar verlief zunächst reibungslos, auch wenn es der scheidende Präsident Bolsonaro vermied, wie ansonsten üblich, die Präsidentenscharpe an seinen Nachfolger Lula da Silva zu überreichen und stattdessen lieber Urlaub in Florida machte. Die gewaltsamen Demonstrationen in Brasilia und die zeitweise Besetzung wichtiger Regierungsgebäude zeigten jedoch, dass eine Überwindung der gesellschaftlichen Spaltung schwer ist. Positiv war allerdings, dass die verschiedenen Institutionen, und dabei vor allem das Militär, in dessen Reihen zahlreiche Sympathisanten von Ex-Präsident Bolsonaro zu finden sind, im Rahmen der verfassungsmäßigen Ordnung blieben. Die Aufarbeitung der Ereignisse wird noch eine geraume Zeit benötigen und die innenpolitische Lage angespannt bleiben. Für die Finanzmärkte waren diese Ereignisse allerdings nur ein kurzer Schreck, der schnell überwunden wurde. Wichtiger ist hier, wie die Regierung die fiskalischen Hausaufgaben, die ihr von der Vorgängerregierung hinterlassen wurden, erledigt. Einige Maßnahmen liefen planmäßig zum Jahresende aus. Dazu zählten zum einen monatliche Zahlungen an bedürftige Familien (Bolsa Familia) die aber bereits kurz vor der Weihnachtspause auf Initiative von Lula bis Ende des Jahres verlängert wurden und die nach seinen Vorstellungen dauerhaft festgeschrieben werden sollten. Zum andern laufen Erleichterungen bei indirekten Steuern aus, die im letzten halben Jahr zu dem deutlichen Rückgang der Inflationsrate beigetragen haben. Diese lassen sich nicht beliebig fortsetzen, da ansonsten das Defizit des öffentlichen Haushaltes aus den Fugen gerät. Eine Rückkehr der Steuern auf Kraftstoffe in die Nähe der alten Niveaus würde jedoch wieder zu einem Schub bei den Verbraucherpreisen führen. Nicht zuletzt aufgrund dieser Steuersenkungen war die Inflationsrate von 12% (J/J) im Juni letzten Jahres bis auf 5,8% im Dezember zurückgegangen. Damit könnten Zinssenkungen der Notenbank in diesem Jahr länger auf sich warten lassen, als von der Regierung erhofft und die Geldpolitik damit weiter bremsend wirken. Bereits jetzt können die Wirtschaftsdaten wenig überzeugen und lassen nur ein mageres Wachstum in diesem Jahr erwarten. Für den Real bleibt die Aussicht auf zumindest noch in der ersten Jahreshälfte unverändert hohe Leitzinsen ein wichtiger Unterstützungsfaktor.

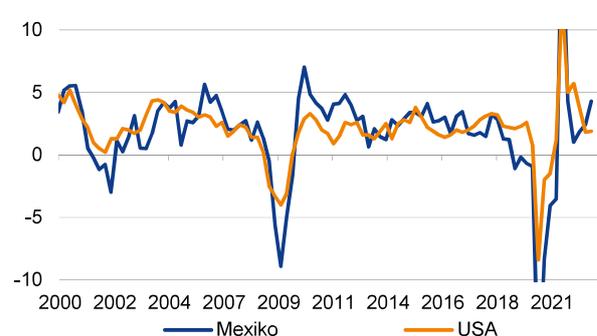
Neue Regierung in Brasilien muss Spaltung in der Gesellschaft und fiskalische Bürden überwinden

KONJUNKTUREINTRÜBUNG IN BRASILIEN
LS: BIP-INDIKATOR 2002=100; RS: EINKAUFSMANAGER GESAMT



Quelle: Bloomberg

MEXIKO HÄNGT MEIST AM KONJUNKTURZUG DER USA
BIP GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

Während für Brasilien über die Preise für Rohstoffe die Entwicklung der Weltwirtschaft und insbesondere auch der in China von größerer Bedeutung ist, überstrahlt für Mexiko die Richtung der US-Konjunktur in der Regel alles. Insofern sind die jüngsten Konjunkturzahlen aus Mexiko bereits bemerkenswert. In den USA ist bereits eine klare Abkühlung erkennbar. In Mexiko zeigten sich die Zahlen dagegen bis

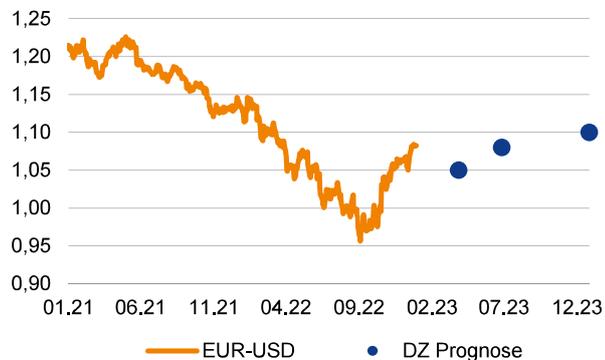
Konjunktur in Mexiko überraschend robust.

zuletzt robust und Größen wie der Einkaufsmanagerindex konnten sich zum Jahresende sogar leicht verbessern. Dauerhaft dürfte eine solche Abkopplung aber nicht gelingen, so dass auch für Mexiko wieder schwächere Daten zu erwarten sind. Ein Faktor für die am aktuellen Rand relativ gute Entwicklung dürfte die zuvor nur vergleichsweise moderate Erholung nach dem Corona-Einbruch sein. Für die Banco de México erleichtert dies die Arbeit, kommen von der Regierungsseite doch bisher nur verhaltene Rufe nach niedrigeren Zinsen. Bei der ersten geldpolitischen Entscheidung des Jahres Anfang Februar dürfte der Leitzins noch einmal um 25 Bp auf dann 10,75% angehoben werden. Damit würde dann voraussichtlich wieder einmal den Vorgaben der Fed in der Woche zuvor gefolgt werden. Angesichts des erreichten Niveaus könnte die Notenbank dann eine Pause einlegen. Wie schon im gesamten letzten Jahr gehört der Peso auch bereits in den ersten Wochen des neuen Jahres zu den stärksten Währungen aus unserem Horizont. Dabei profitiert er neben dem stabil hohen Leitzinsvorsprung auch von der aktuell guten Stimmung gegenüber Emerging Markets. Inzwischen scheint die Bewertung des Peso aber bereits sehr hoch gelaufen zu sein, was Rückschläge wahrscheinlicher werden lässt.

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

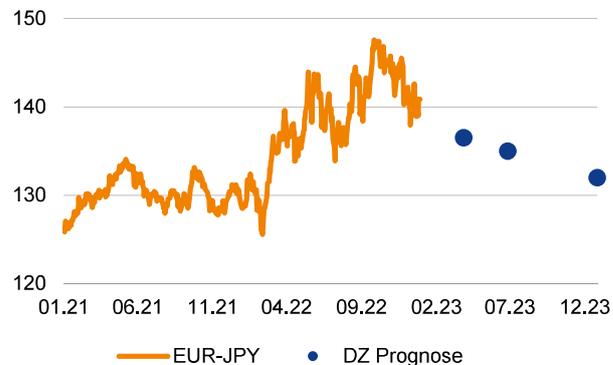
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



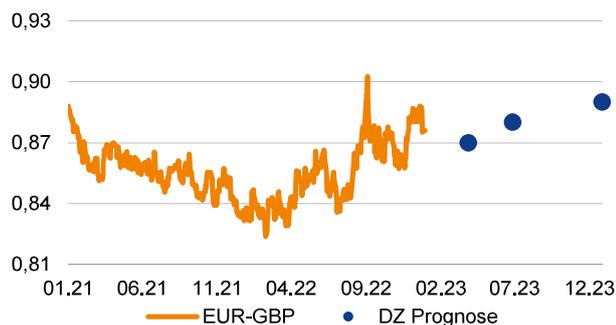
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



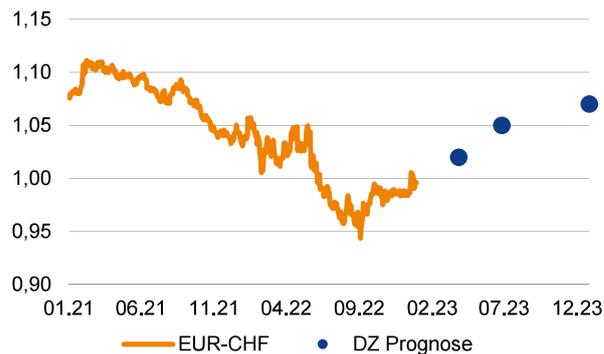
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



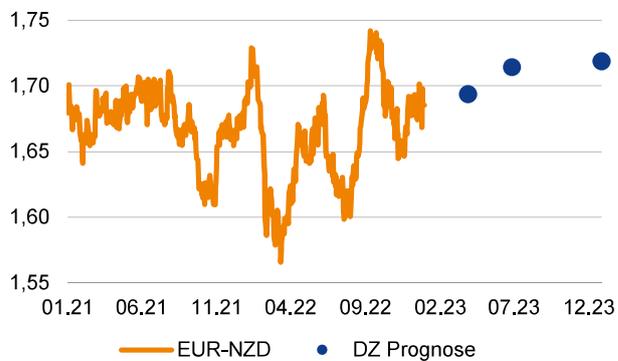
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



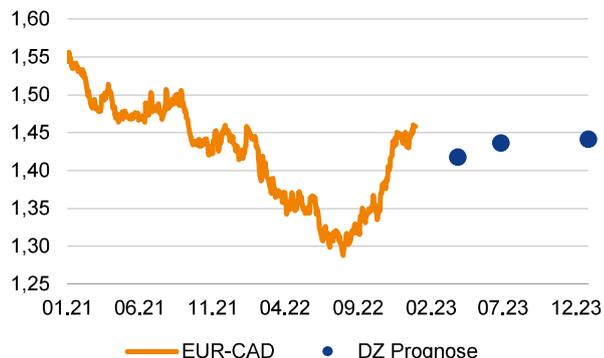
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



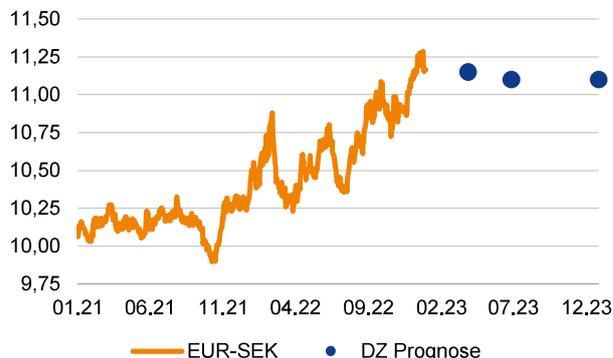
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



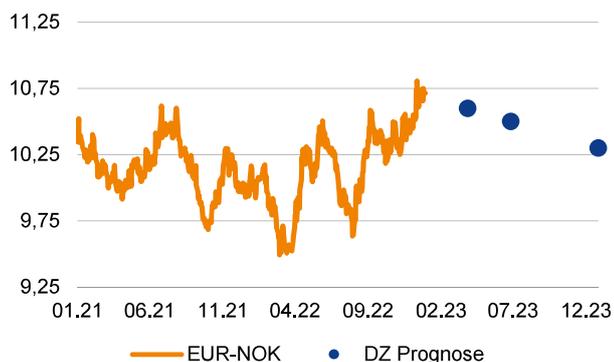
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



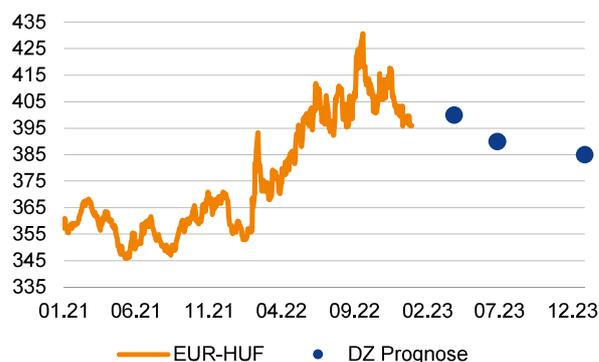
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



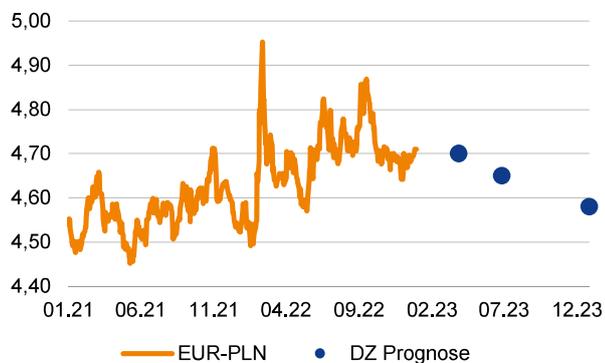
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



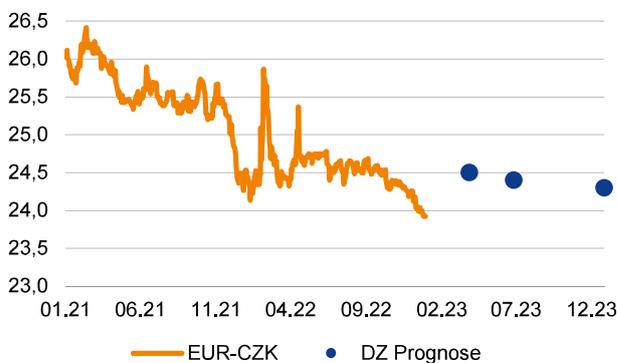
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



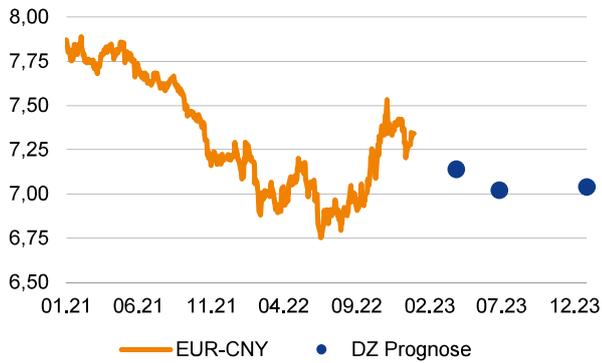
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



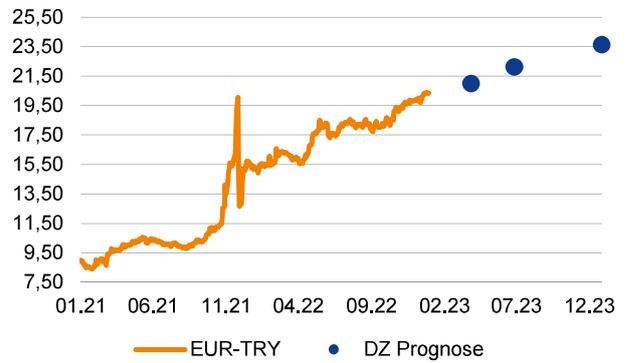
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



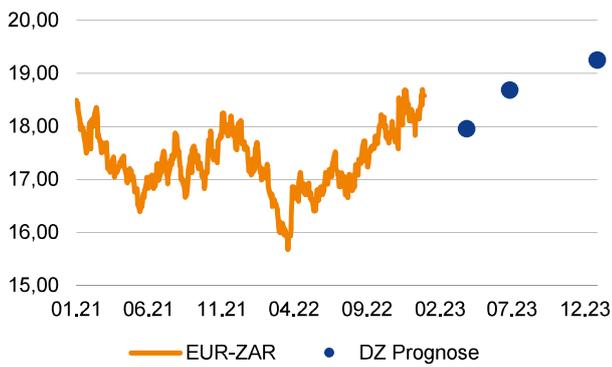
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



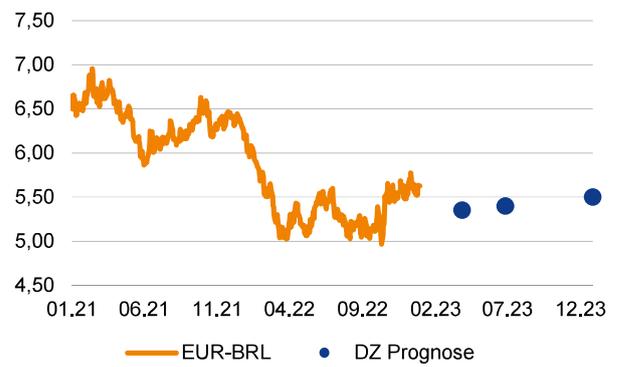
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



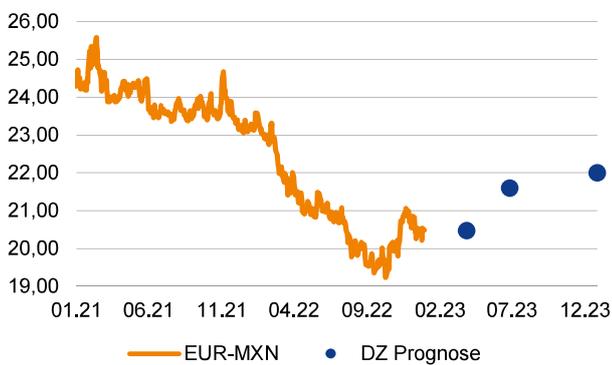
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

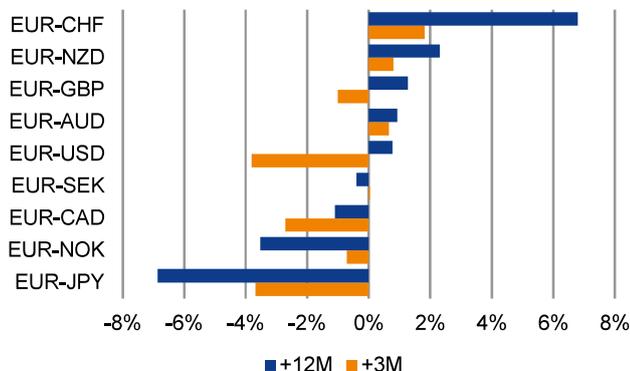
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

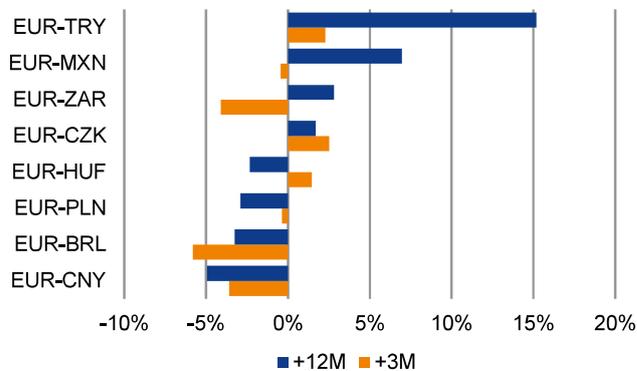
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0857	1.05	1.08	1.10
EUR/GBP	0.8757	0.87	0.88	0.89
EUR/JPY	140.67	137	135	132
EUR/CHF	0.9991	1.02	1.05	1.07
EUR/AUD	1.5577	1.57	1.59	1.57
EUR/NZD	1.6771	1.69	1.71	1.72
EUR/CAD	1.4513	1.42	1.44	1.44
EUR/NOK	10.72	10.60	10.50	10.30
EUR/SEK	11.18	11.2	11.1	11.1
EUR/PLN	4.7062	4.70	4.65	4.58
EUR/CZK	23.90	24.5	24.4	24.3
EUR/HUF	392.6	400	390	385
EUR/TRY	20.37	21.0	22.1	23.7
EUR/ZAR	18.58	18.0	18.7	19.3
EUR/CNY	7.3478	7.14	7.02	7.04
EUR/BRL	5.6542	5.36	5.40	5.50
EUR/MXN	20.47	20.5	21.6	22.0

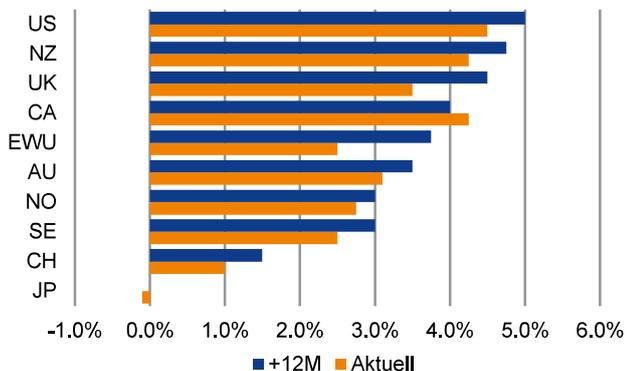
Quelle: Refinitiv, DZ BANK

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0857	1.05	1.08	1.10
GBP/USD	1.2398	1.21	1.23	1.24
USD/JPY	129.56	130	125	120
USD/CHF	0.9202	0.97	0.97	0.97
AUD/USD	0.6970	0.67	0.68	0.70
NZD/USD	0.6474	0.62	0.63	0.64
USD/CAD	1.3367	1.35	1.33	1.31
USD/NOK	9.88	10.10	9.72	9.36
USD/SEK	10.29	10.6	10.3	10.1
USD/PLN	4.3347	4.48	4.31	4.16
USD/CZK	22.01	23.3	22.6	22.1
USD/HUF	361.6	381	361	350
USD/TRY	18.76	20.0	20.5	21.5
USD/ZAR	17.11	17.1	17.3	17.5
USD/CNY	6.7678	6.80	6.50	6.40
USD/BRL	5.2079	5.10	5.00	5.00
USD/MXN	18.86	19.5	20.0	20.0

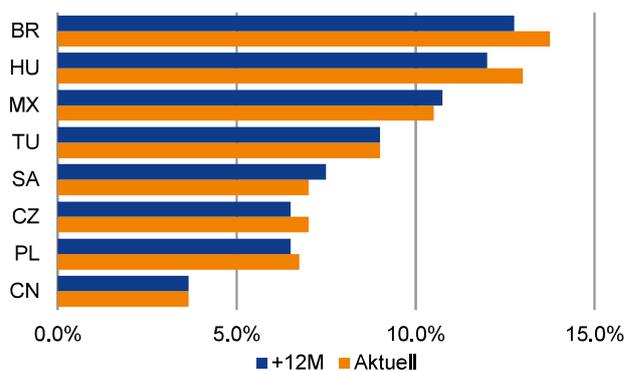
Quelle: Refinitiv, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	0,0	1,5	0,4	-0,2	-0,2	0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,7	3,4	8,9	7,3	6,0	4,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-3,7	-2,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,1	1,7	2,1				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	-0,2	2,0	0,3	0,0	-0,6	-0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,8	3,0	6,0	4,9	3,8	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-6,0	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-3,0	-2,9				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,0	1,5	1,5	0,5	1,0	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,2	1	2,8	2,2	1,9	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,19	-5,3	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,01	2,01	2,01				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,0	-0,7	1,3	-0,6	-1,0	-0,8	-0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	7,7	2,7	10,3	8,2	7,3	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,2	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,5	-4,4	-3,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	-0,4	2,2	-0,8	-0,6	-0,5	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	2,0	1,4	2,6	1,7	1,6	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	0,1	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,2	6,4	6,3				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,9	1,8	2,0	7,2	6,5	5,5	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	6,6	5,9	2,8	7,1	6,3	5,5	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,7	-1,9	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,1	-0,7	-2,4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	1,7	1,7	3,0	1,5	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,3	5,2	2,0	7,3	6,3	4,5	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-1,7	-1,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-7,4	-4,5	-3,3				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	-1,0	2,3	-0,1	-1,3	-2,0	-0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	4,3	3,0	5,7	3,6	3,8	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-3,0	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-0,7	-1,3				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	-0,5	2,2	-0,3	-0,9	-1,0	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	8,2	5,3	1,1	9,8	6,6	3,7	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,7	-1,8	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	2,9	3,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	1,7	1,4	3,2	2,1	0,8	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,9	4,6	1,0	7,0	5,4	3,8	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	20,0	8,3	5,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	25,6	33,6	26,0				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	-0,8	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	16,0	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-4,8	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-8,4	-4,9
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,8	-0,6	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	14,8	14,9	6,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-5,0	-3,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,1	-3,9	-2,1
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	-0,5	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	5,3	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,9	-5,3	-2,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,4	-6,5	-2,0
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,8	1,4	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	72,0	37,0	19,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-3,0	-1,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,1	-3,2	-2,8
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	1,4	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	6,0	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,2	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	1,1	-0,1
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	4,5	5,0
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	2,3	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-9,4	-7,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,0	0,9	1,4
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	0,9	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	4,8	4,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-6,7	-6,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,5	-2,2	-3,0
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,1	0,6	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,6	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,8	-3,1	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-1,8	-1,6

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

„**Übergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte 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).

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 eingesehen und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen 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 Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

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

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

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

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

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

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

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

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses 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 kostenlos eingesehen werden.

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