



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Zentralbanken: Krisenmanagement vs. Inflationsbekämpfung

Die vergangenen Wochen haben Anleger vor (neue) enorme Herausforderungen gestellt. Nachdem sich die globale Wetterlage in den Wintermonaten eher zu verbessern schien, kam vor zwei Wochen die herbe Enttäuschung: Der Kollaps der Silicon Valley Bank (SVB) und anderer kleinerer US-Regionalbanken wurde von vielen als der Beginn einer neuen systemischen Bankenkrise gesehen. Die Ausstrahlungen dieser Krise fanden ihren Weg nach Europa, wo knapp eine Woche später die Credit Suisse aus der Not gerettet werden musste. Dass die Fälle Credit Suisse und SVB grundlegend verschieden sind, wurde zunächst nicht weiter beachtet – die Alarmglocken schrillten Sturm. Dies führte zu Marktbewegungen, wie wir sie selbst während der Lehman Krise 2008 nicht erlebt hatten: Die 2J-Bundrendite fiel innerhalb einer Woche um gut 100 Basispunkte! Mittlerweile hat sich die Lage wieder etwas beruhigt, die Nerven liegen jedoch weiterhin blank.

Zentralbanken sehen sich nun ebenfalls neuen Herausforderungen ausgesetzt. Denn für sie gilt es nun einen Spagat zwischen Inflationsbekämpfung und Krisenmanagement hinzulegen. So kritisch die Lage am Bankensektor auch sein mag: Das fundamentale Umfeld, insbesondere die nach wie vor viel zu hohe Inflation, hat sich nicht verändert. Es gilt nach wie vor, die Inflationserwartungen fest zu verankern und zu verhindern, dass sich die ohnehin schon problematischen Preisentwicklungen dauerhaft festsetzen.

Gleich eine ganze Reihe Zentralbanken haben in den letzten Wochen die Gelegenheit gehabt, ihr Chuzpe unter Beweis zu stellen und so kritisch wir ihre Politik in den vergangenen Jahren auch beäugt haben, müssen wir sagen: Hut ab! Die EZB und sogar die SNB haben sich für volle 50 Basispunkte entschieden, die Fed und die Bank of England haben 25 Basispunkte geliefert. Alle haben betont, dass die Bekämpfung der Preisstabilität für sie an erster Stelle steht. Gleichzeitig stehen sie bereit, den Markt mit adäquater Liquidität zu versorgen – also an den Punkten zu unterstützen, wo die Hilfe derzeit am meisten gebraucht wird.

Ob diese Strategie aufgeht, wird sich in den kommenden Wochen zeigen müssen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass es zu keiner systemischen Bankenkrise kommt und die (scheinbar so nahe liegenden) Vergleiche mit Lehman gewaltig hinken. Ist der Sturm vorbei, wird es darum gehen den Schaden zu begutachten – und der könnte in den USA größer sein als anderenorts. Die Fed und die EZB werden daher wohl schon früher getrennte Wege gehen als bis vor wenigen Wochen erwartet.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
24.3.2023 13:40 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Standhafte EZB beeindruckt den Euro	2
USA: Wirtschaftliche Perspektiven trüben sich ein	3
Japan: Strukturelles Deflationsumfeld im Wandel	4
Großbritannien: Inflationsdaten liefern teure Enttäuschung!	5
Schweiz: Zwischen Inflationsdruck und Bankenkrise	7
Australien & Neuseeland: Mögliche Zinspause der RBA bereits im April	8
Kanada: Bank of Canada im „Wait-and-see-Modus“	10
Skandinavien: Leitzinsen nahe an Höchstständen	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: In unruhigerem Fahrwasser	13
Türkei & Südafrika: Beide EM-Währungen in der Defensive	14
China: Fels in der Brandung oder hausgemachte Bankenkrise?	16
Brasilien & Mexiko: Hohe Zinsen bleiben eine Stütze	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Mario Schimmels, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Standhafte EZB beeindruckt den Euro

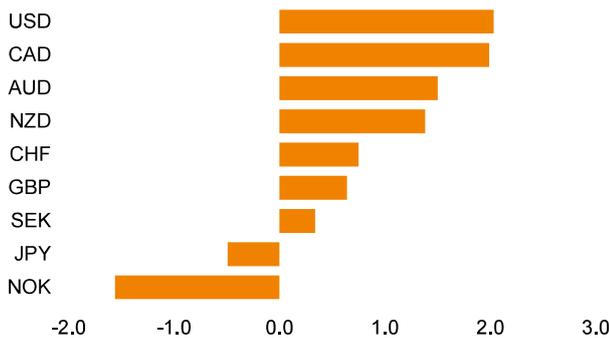
Viel ist passiert seit der Veröffentlichung der letzten Ausgabe dieser Publikation – und diese Entwicklungen spiegeln sich auch im Kursverlauf von EUR-USD wider. Konnte der Euro zunächst von den Ereignissen um die US-Bank SVB profitieren, schwang das Pendel am 15. März komplett in die andere Richtung, als die Credit Suisse in den Fokus der Investoren geriet. Im Tief handelte EUR-USD nur noch knapp oberhalb der Marke von 1,05 USD. Bereits am folgenden Tag begann dann jedoch die Aufholjagd, die in einer dynamischen Rallye bis knapp unter 1,0950 USD mündete. Die Resilienz des Euro ist beachtlich und sicherlich nicht zuletzt der mutigen Vorgehensweise der EZB geschuldet.

Ein Lob für die europäischen Währungshüter liest man an dieser Stelle eher selten, doch kommt man nicht umher anzuerkennen, dass sie anlässlich ihrer Sitzung vom 16. März alles richtig gemacht haben. Die Entscheidung die Leitzinsen, Credit Suisse zum Trotz, um 50 Basispunkte anzuheben, hat sicherlich einigen Mut erfordert. Nicht nur das, auch die Pressekonferenz hat den richtigen Ton getroffen. Christine Lagarde hat keinen Zweifel daran gelassen, dass die Wahrung der Preisstabilität für sie auch weiterhin an erster Stelle steht. Schien der Markt ihr zunächst noch wenig Glauben zu schenken, sind mittlerweile wieder knapp 50 Basispunkte an weiteren Zinserhöhungen eingepreist (wir erwarten sogar insgesamt 75 Basispunkte). Die Standhaftigkeit der EZB hat den Euro eindeutig beeindruckt. Er konnte nicht nur gegenüber dem USD zulegen, sondern auf breiter Basis gewinnen und startet somit sehr solide in das Frühjahr.

Euro profitiert von gelassener EZB

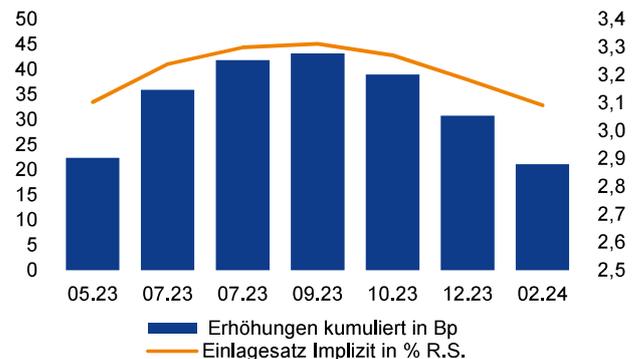
Die europäischen Währungshüter haben noch einiges an Wegstrecke vor sich

EURO PROFITIERT NICHT NUR GEGENÜBER DEM USD
% VERÄNDERUNG EUR VS. CCY



Quelle: Bloomberg

MARKT PREIST EZB-ZINSERHÖHUNGEN ERNEUT EIN
AUS OIS ABGELEITET: LS IN BP UND RS IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

So komisch es klingen mag, die Perspektiven für die Gemeinschaftswährung haben sich mit den Ereignissen der vergangenen Wochen eher aufgehellt. Mit der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS ist die Unruhe im Bankensektor sicherlich nicht beigelegt und diese Nervosität wird uns wohl noch einige Zeit begleiten. Während die Credit Suisse in Europa jedoch eher ein Einzelfall bleiben dürfte (die Bank hatte bereits seit langer Zeit Probleme), kann es durchaus sein, dass es in den USA zu weiteren (kleineren) Ausfällen kommt. Und während die Fed bereits (fast) am Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus angekommen ist, hat die EZB noch einiges an Strecke vor sich. Beide Faktoren sprechen für den Euro und unsere 12M-Prognose von 1,15 USD.

Die Perspektiven für den Euro haben sich zuletzt eher aufgehellt

Das der Weg dorthin alles andere als einfach wird, ist jedoch ebenfalls klar. Die extreme Marktreaktion auf die Ereignisse der vergangenen Wochen hat eindrucksvoll gezeigt, wie dünnhäutig Investoren nach drei Jahren Dauerkrise mittlerweile sind. So haben wir zuletzt zum Beispiel Schwankungen bei den 2-jährigen Bundrenditen gesehen, die wir sogar in der Lehman-Krise in diesen Dimensionen nicht erlebt haben. In den kommenden Wochen sollte die Volatilität also erhöht bleiben. Dass EUR-USD in diesem Umfeld auch wieder kurzfristige Rückschläge hinnehmen muss, ist mehr als wahrscheinlich

Kurzfristig wird die Volatilität jedoch sicherlich hoch bleiben

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

USA: Wirtschaftliche Perspektiven trüben sich ein

Der Kollaps der Silicon Valley Bank (SVB) hat in den USA extreme Unruhe im Bankensektor ausgelöst und gleich eine Reihe anderer regionaler Banken in Bedrängnis gebracht. Die Angst vor einer erneuten systemischen Bankenkrise lies den Dollar zwar anfangs als Sicheren Hafen profitieren, insbesondere nachdem auch die Schweizer Credit Suisse unter die Räder geriet. Das Pendel schlug dann jedoch überraschend schnell um.

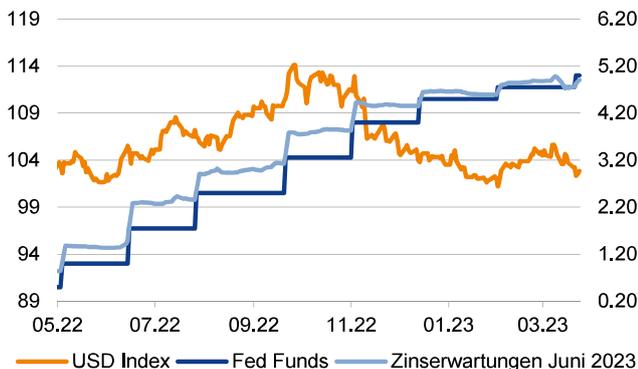
USD profitiert von der Krise – aber nur kurzfristig

Für die zuletzt eher schwache Performance des Dollars dürfte vor allem die Sorge verantwortlich sein, dass die aktuell brenzlige Lage im Bankensektor Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft haben könnte. Vor allem die Themen Kreditvergabe und Aktienmarkt stehen hier im Fokus. Zum einen ist davon auszugehen, dass die Kreditvergabe nun restriktiver bzw. vorsichtiger gehandhabt wird, was den Konsum belasten könnte. Zum anderen wäre auch ein deutlicher Einbruch des Aktienmarktes ein Bremsfaktor für den Konsum. Bizarrenweise kann die Fed nun fast darauf „hoffen“, dass die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor ihr die Arbeit erleichtern werden. Eine Verschärfung der Kreditkonditionen könnte zu einem schnelleren Rückgang der Inflationsraten führen und die Abkühlung am Arbeitsmarkt beschleunigen. Genau dies hat die Fed in den vergangenen Monaten mit ihren kräftigen Leitzinserhöhungen (erfolglos) versucht.

Die Unruhe am Bankensektor wirkt wirtschaftlich belastend

FED NÄHERT SICH DEM ENDE DES ZYKLUS

LS: USD INDEX; RS: FED FUNDS UND ERWARTUNG (IN %)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

USD UND UST-RENDITE FALLEN IN TANDEM

LS: RENDITE IN %; RS: USD INDEX



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Diese Neubewertung des wirtschaftlichen Ausblicks lastet auf dem Dollar, ebenso wie die damit einhergehenden US-Zinssenkungserwartungen. Diese haben im Nachgang der Fed-Sitzung deutlich zugenommen. Aktuell geht der Markt davon aus, dass die Fed ihren Zinskorridor nicht weiter anhebt und bereits im Frühsommer damit beginnt die Zinsen zu senken. Dies steht allerdings in klarem Kontrast zu den Worten des Fed-Präsidenten, der deutlich signalisiert hat, dass Zinssenkungen aus seiner Sicht in diesem Jahr nicht auf der Agenda stehen.

Markt preist aggressive Zinssenkungen ein

Selbst wenn die Fed jedoch von tatsächlichen Zinssenkungen absieht, bleiben die Perspektiven für den USD eingetrübt. Allenfalls werden sich die Zinssenkungserwartungen verschieben. Schwerer wiegt sicherlich die Verschlechterung des wirtschaftlichen Ausblicks, die umso deutlicher ausfallen wird, je länger die aktuelle Krise anhält. Schon im Vorfeld waren wir davon ausgegangen, dass die US-Wirtschaft in eine Phase der wirtschaftlichen Schwäche hineinläuft. Das Risiko, dass hieraus eine echte Rezession wird, ist nun deutlich gestiegen. Unsere EUR-USD Prognose von 1,15 USD steht daher nach wie vor.

Der Ausblick für den Dollar hat sich zuletzt eingetrübt

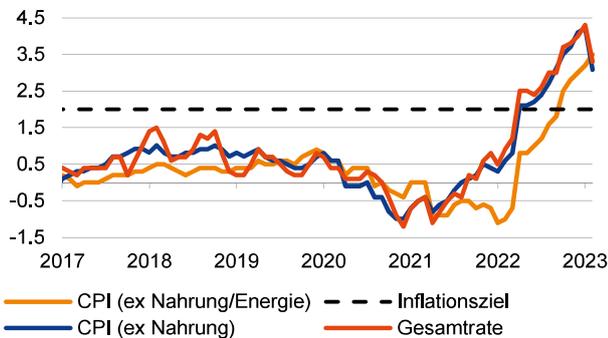
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

Japan: Strukturelles Deflationsumfeld im Wandel

Nachdem in den letzten Monaten die Spekulationen über Japans Geldpolitik die Geschicke des Yen dominiert hatten, ist auf dieser Bühne etwas Ruhe eingekkehrt. Der Markt hat sich damit angefreundet, dass der neue BoJ-Chef Ueda im Jahresverlauf die Möglichkeiten für eine monetäre Normalisierung prüfen wird, hierbei aber wohl keine Hektik aufkommen lässt. Wir sehen auch weiterhin einen klaren geldpolitischen Handlungsauftrag - darüber dürfen auch die frisch veröffentlichten Inflationszahlen für Februar nicht hinwegtäuschen. Mit einer Jahresrate von „nur“ noch 3,3% (Gesamtrate) bzw. 3,1% (Kernrate ohne volatile Lebensmittel, je J/J) ist die Inflation geringer als noch im Januar ausgefallen (4,3% bzw. 4,2%). Dies bedeutet jedoch nicht etwa strukturell nachlassenden Preisdruck, sondern ist lediglich die Folge staatlicher Subventionen für Energierechnungen. Aussagekräftiger ist die um Energie bereinigte Kern-Kernrate, die mit 3,5% (J/J) weiterhin stetig nach oben zeigt. Dieses Maß für den unterschwelligen Preisdruck ist so hoch wie zuletzt 1982. Dazu kommt, dass es bei der Shunto-Tarifrunde die höchsten Lohnabschlüsse seit einem Vierteljahrhundert gegeben hat. Damit sind wir noch lange nicht in einer Lohn-Preis-Spirale, doch das strukturelle Deflations-Umfeld, das jahrelang die Grundlage für die ultra-expansive Geldpolitik war, wandelt sich. Am 8. April wird der neue BoJ-Chef Ueda sein Amt antreten. Seine erste große Aufgabe werden die neuen Inflationsprojektionen sein, die im Umfeld der BoJ-Sitzung am 28. April vorgestellt werden und wichtige Hinweise auf den mittelfristigen Preisausblick liefern werden.

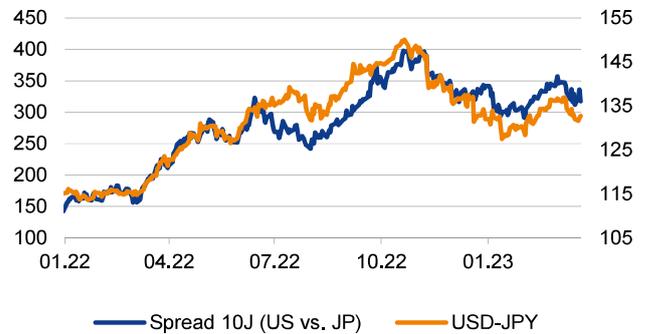
Unterschwelliger Preisdruck zeigt weiter nach oben, Gesamtrate fällt nur dank staatlicher Energiehilfen

RÜCKGANG DER GESAMTRATE IRREFÜHREND, PREISDRUCK BLEIBT
CPI, (J/J) IN %



Quelle: Refinitiv

ZINSDIFFERENZ GIBT DEM YEN WEITERHIN DIE RICHTUNG VOR
RENDITE USA VS. JAPAN, STAATSANLEIHEN, IN BASISPUNKTEN (L.S.)
UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Bis dahin bleibt der Yen klar in der Hand der globalen Entwicklungen rund um Banken-Turbulenzen und US-Geldpolitik. In einer Mischung aus Safe-Haven-Flows und schwindender US-Zinsfantasie konnte Japans Währung in den letzten Tagen viele Investoren für sich begeistern. Eine solide Basis für eine fortgesetzte Aufwertung sehen wir darin jedoch nicht. Auch wenn die marktseitige Nervosität vorerst fraglos erhöht bleiben sollte, gehen wir nicht davon aus, dass sich die gegenwärtigen Turbulenzen zu einer dauerhaften Finanzkrise entwickeln werden, die für eine stetige Yen-Nachfrage für den Rest des Jahres sorgen würde. Mit Beruhigung der Lage ist dann wieder Platz für Spekulationen über den BoJ-Exit und das Ausmaß der zu erwartenden globalen US-Dollar-Schwäche.

Yen profitiert aus Mischung von Safe-Haven-Flows und Korrektur der US-Zinserwartungen

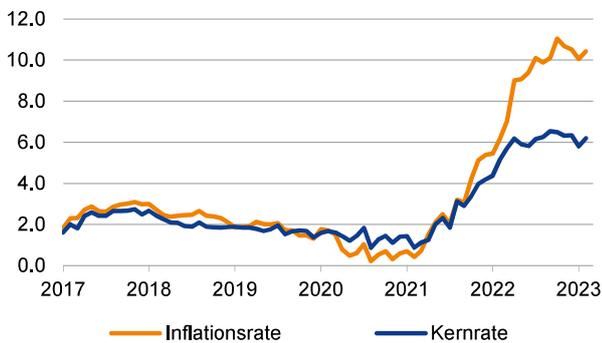
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Großbritannien: Inflationsdaten liefern teure Enttäuschung!

Die sehr hohe Inflation in Großbritannien hat ihren zaghaften Rückgang der letzten Monate im Februar nicht fortgesetzt, sondern zog überraschend wieder an und bleibt mit 10,4% weiterhin im zweistelligen Bereich. Damit steht sie nach wie vor an der Spitze im Kreis der großen Industrieländer. Auch die Kernrate stieg von 5,8 auf 6,2%. Nahrungsmittel gehörten erneut zu den größten Preistreibern. Vor allem frische Lebensmittel haben sich auf den britischen Inseln auch aufgrund von Liefer-schwierigkeiten zuletzt deutlich verknappt und verteuert. Das mag allerdings ein vorübergehender Effekt sein. Kritischer ist hingegen, dass auch in Gastronomie, Transportwesen und auf den High Streets die Preise zuletzt wieder kräftig gestiegen sind. Dies dürfte mit höheren Löhnen zusammenhängen, aber auch mit der widerstandsfähigeren Konsumnachfrage.

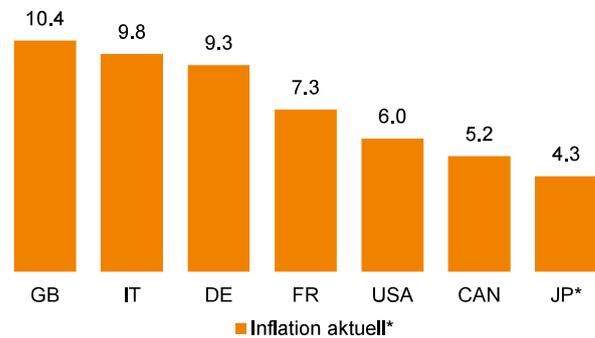
Inflation zieht erneut an – entgegen Prognose

BRITISCHE INFLATION ZIEHT WIEDER AN VERBRAUCHERPREISE, IN % J/J



Quelle: Office of National Statistics, DZ BANK

...UND BLEIBEN DIE HÖCHSTEN UNTER DEN G7 VERBRAUCHERPREISE IM FEBRUAR (JP = JAN), IN %



Quelle: Feri, DZ BANK

Entlastung kam zuletzt dagegen von den Energiepreisen, hauptsächlich Benzin und Heizöl verbilligten sich. Trotzdem bleibt Energie nach wie vor hauptverantwortlich für das generell sehr hohe Niveau der Inflationsrate. Im vergangenen Jahr waren die Gas- und Stromtarife mehrfach drastisch erhöht worden und hatten die Inflation rasant in die Höhe getrieben. Hätte die britische Regierung im Herbst nicht die Reißleine gezogen und einen Energiepreisdeckel eingezogen – die Inflation wäre in diesem Winter wohl in Richtung 20% geklettert. Diese Maßnahme hätte eigentlich Anfang April, also in wenigen Tagen, wegfallen sollen. Jetzt will der britische Staat aber noch einmal für weitere drei Monate alle Energiekosten der privaten Haushalte oberhalb von (durchschnittlich) 2.500 Pfund übernehmen. Gleichzeitig besteht die durchaus realistische Erwartung, dass es im Juli, wenn die Maßnahme endgültig gestrichen werden soll, kaum noch zu Tarifierhöhungen kommen wird, weil die Versorger die inzwischen wieder deutlich gefallenen Weltmarktpreise für Gas dann größtenteils an die Verbraucher weiterreichen können.

Die Verlängerung der staatlichen Unterstützungsmaßnahme sollte für eine deutliche Entlastung bei der Inflationsentwicklung sorgen. Im April dürfte die Inflationsrate kräftig nachgeben, wir rechnen mit einem Rückgang auf 7%. Auch für das Gesamtjahr 2023 verbessert sich der Ausblick: Wir haben wir unsere Inflationsprognose von 7,1 auf 6,6% reduziert. Und da sich die Kaufkraft der privaten Haushalte nicht noch stärker verringert, dürfte auch der private Konsum gestützt werden. Wir erwarten zwar nach wie vor eine milde Rezession der britischen Wirtschaft, der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) dürfte mit -0,5% in diesem Jahr aber etwas geringer ausfallen als bislang gedacht. Auf der anderen Seite bleibt das Niveau der Inflation bis ins kommende Jahr erschreckend hoch. Eine robustere Konsumkonjunktur könnte den gerade wieder neu aufgetretenen Preisdruck sogar noch verfestigen. Die Bank of England hat auf ihrer letzten Sitzung dementsprechend reagiert und den Leitzins erneut angehoben.

Die Regierung hat den Energiepreisdeckel verlängert

Im April sollte endlich Erleichterung für die Konsumenten kommen

Monika Boven, Economist

Schweiz: Zwischen Inflationsdruck und Bankenkrise

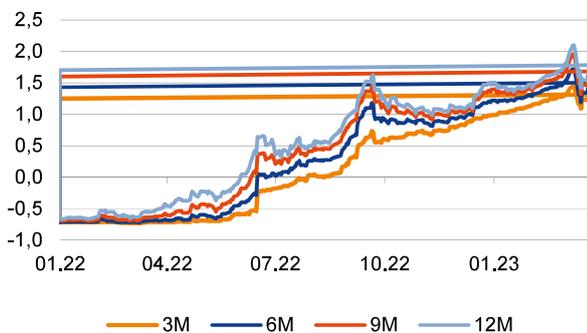
Ausgerechnet der einst als Inbegriff der Sicherheit geltende Schweizer Bankenmarkt hat in den letzten Tagen weltweit für Unsicherheit gesorgt. Über die näheren Hintergründe war in dieser Publikation bereits zu lesen, so dass wir uns auf die Implikationen für die Schweiz bzw. den Schweizer Franken beschränken können. Beginnen wir mit einer These, die wir zwar für völlig überzogen halten, die aber durchaus ein Indiz für das Ausmaß der gegenwärtigen Vertrauenskrise ist. In einer geradezu um Aufmerksamkeit bettelnden Schlagzeile war zu lesen, dass die politische Souveränität des Landes jetzt ernsthaft bedroht sei, da die UBS nach der Übernahme der Credit Suisse viel zu groß sei, um im Krisenfall vom Schweizer Staat alleine gerettet werden zu können. Die damit generierte Abhängigkeit von ausländischem Beistand würde, so die gewagte Theorie, auch die politische Neutralität der Schweiz gefährden. Diese Idee halten wir für ebenso an den Haaren herbeigezogen wie einen Reputationsverlust des Schweizer Francs.

Für die Schweizer Bankenlandschaft mag die jüngste Entwicklung eine klare Zäsur darstellen, für (begründete) Zweifel an der Eignung als Safe-Haven-Währung sehen wir aber keine Basis. Es stimmt zwar, dass kein anderes Land weltweit einen größeren Finanzplatz in Relation zu seiner Wirtschaftsleistung hat und der neu entstandene Banken-Riese mit einer Bilanzsumme von rund 1.500 Mrd. CHF ein Klumpenrisiko darstellt. Allerdings verfügt auch kein anderes Land über einen so hohen Bestand an FX-Reserven (rund 800 Mrd. CHF), die man in diesem Kontext als stille Reserve verstehen könnte. Zudem ist das Geschäftsmodell der UBS stark auf die weltweite Vermögensverwaltung konzentriert und damit verglichen mit dem Fokus der CS aufs Investment Banking vergleichsweise risikoarm, was das vermeintliche Risiko für den Sicheren Hafen ebenfalls relativiert. Sollten sich die Pläne zur Verkleinerung der Investment Banking Sparte umsetzen lassen, wäre das Stabilitätsrisiko für den Franken tendenziell sogar geringer als vor der Zwangsfusion. Wir wollen die aktuellen Herausforderungen für den Schweizer Finanzmarkt nicht in Abrede stellen; daraus direkt das Ende des Safe-Haven-Status zu machen, erscheint uns jedoch maßlos überzogen.

Zweifel an der Eignung als Sicherer Hafen deplatziert

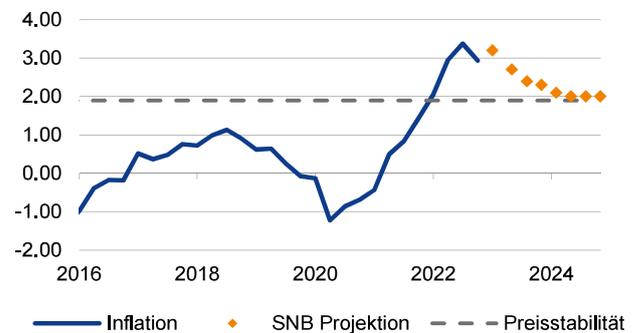
Klumpenrisiko durch den neuen Banken-Riesen?

BANKENKRISE LÄSST SCHWEIZER ZINSEN BEBEN
OIS, CHF, IN %



Quelle: ICAP, Refinitiv

SNB RECHNET LÄNGER MIT VERLETZUNG DES INFLATIONSZIELS
PROJEKTION VOM 23. MÄRZ 2023, CPI IN % (J/J)



Quelle: SNB

Dass der Japanische Yen und nicht der Schweizer Franken in den letzten Wochen am stärksten von den Turbulenzen profitiert hat, ist hierzu kein Gegenbeweis. Vielmehr sehen wir den massiven Zinsrückgang als treibenden Faktor hierfür. Das niedrige japanische Renditeumfeld mag aus Anlegersicht wenig attraktiv sein, es bringt

Einbruch bei Zinserwartungen

aber den großen Vorteil, dass es auch wenig Spielraum für fallenden Zinsen in Krisenphasen gibt. Gegen die ein (bzw. aus-)gepreisten SNB-Schritte, gegen die Schwankung am Schweizer Geldmarkt (9M-OIS zwischen 1,98% und 1,28% innerhalb einer Woche) oder gegen den Einbruch bei den zweijährigen Staatsanleiherenditen (von 1,68% am 8. März auf ein Verlaufstief von 0,10% am 20. März) ist auch der Schweizer Franken machtlos.

Die SNB hat bei ihrer gestrigen Sitzung überraschend klar Stellung bezogen. Mit ihrer durchaus mutigen Zinserhöhung auf 1,50% hat sie sich für einen konsequenten Straffungskurs entschieden und nicht von den jüngsten Unsicherheiten irritieren lassen. Der Schweizer Franken zeigt sich davon ebenso angetan wie von der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen, die die Notenbank nicht nur durch ihre angehobenen Inflationsprojektionen, sondern auch explizit verbal angedeutet hat. Nachdem die SNB bisher einen Rückgang der Inflation auf 2,2% (J/J) bereits für den Sommer 2023 unterstellt hatte, sieht sie dies nun erst für Anfang 2024.

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

SNB hält unbeirrt Kurs und stellt sogar weitere Zinsschritte in Aussicht

Australien & Neuseeland: Mögliche Zinspause der RBA bereits im April

Aussie-Bullen hatten in den letzten Wochen sicher teilweise schlaflose Nächte. Der Alptraum hatte seine Wurzeln dabei bis zu einem gewissen Punkt gar nicht Down Under. Unglücklicherweise für den Aussie folgte einige Stunden nach Powells hawkishen Tönen bei der halbjährlichen Anhörung vor dem US-Senat, welche die US-Zinserhöhungserwartungen schließlich zwischenzeitlich bis auf eine Terminal Rate von 6% trieben, der Hinweis von RBA-Gouverneur Lowe, die Reserve Bank of Australia (RBA) sei „completely open mind“ für eine Zinspause bei der kommenden Sitzung Anfang April. Der australische Dollar fiel unter die Marke von 0,66 USD und damit auf den tiefsten Stand seit November letzten Jahres. Zwar konnte er sich durch die Auspreisung der US-Zinserhöhungsfantasien aufgrund der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor wieder etwas erholen, doch die angekündigte Zinspause ließ nur wenig Spielraum gen Norden. Doch wie wahrscheinlich ist es, dass die australische Notenbank im April wirklich pausiert?

AUD leidet unter Spekulationen über mögliche Zinspause der RBA

Ein klareres Bild kann man sich nun nach der Veröffentlichung der „Minutes“ der RBA-Zinsentscheidung vom März machen: In diesen äußerten die australischen Währungshüter tatsächlich, dass sie bei der kommenden Entscheidung im April eine Zinspause erneut in Betracht ziehen werden, sollten die relevanten Daten dafür sprechen. Die jüngsten Arbeitsmarktdaten tun dies jedenfalls nicht! Denn ebenfalls in den „Minutes“ betonten die Notenbanker, dass mit den schwachen Januar-Daten aufgrund „Veränderungen saisonaler Muster die zugrundeliegenden Arbeitsmarktbedingungen nur schwierig zu beurteilen sind“. Nach Beschäftigungsrückgängen im Dezember und Januar kam es im Februar mit knapp 65.000 neuen Stellen wieder zu einem Beschäftigungsaufbau, die Arbeitslosenquote sank daraufhin erneut von 3,7% auf 3,5%. Diese jüngsten Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt lassen die Hoffnung auf einen bald nachlassenden Lohndruck ein wenig schwinden und die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale bestehen. Für eine Zinspause sprechen wiederum die für Unternehmen und Haushalte zunehmend belastenden Finanzierungskosten; sowohl das Geschäfts- als auch das Verbrauchervertrauen sanken zuletzt. Das Zünglein an der Waage werden nun wohl die Februar-Inflationsdaten sein, die Ende des Monats fällig sind. Die Teuerungsrate war zuletzt im Januar um einen ganzen Prozentpunkt auf 7,4% (J/J) gefallen.

„Minutes“ bestätigen Spekulationen über Zinspause

Erneuter Beschäftigungsaufbau spricht gegen Zinspause

Die aktuellen Unsicherheiten im Bankensektor führten in den letzten Wochen dazu, dass die Geldmärkte für den australischen Leitzins mittlerweile nicht nur keine Erhöhung mehr einpreisen, sondern bereits erste Zinssenkungen ab Juli erwarten. Wir teilen diese Einschätzung nicht und gehen davon aus, dass die RBA entweder im April oder im Mai ihren Leitzins abschließend auf 3,85% anhebt, bevor sie pausiert. Zinssenkungen erwarten wir für 2023 aktuell nicht.

In Neuseeland rechnen wir noch nicht so schnell mit der Ankündigung einer Zinspause durch die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ). Obwohl die neuseeländische Wirtschaft im Schlussquartal 2022 mit -0,6% (Q/Q) unerwartet stark schrumpfte und damit deutlich unter den Erwartungen von +0,7% (Q/Q) der RBNZ lag, ist die Inflationsrate mit 7,2% (J/J) immer noch deutlich zu hoch und über dem Zielband der RBNZ von 1-3%. Die Lebensmittelpreisinflation beschleunigte im Februar nochmals und beträgt mittlerweile 12% (J/J) – der höchste Stand seit 1989. Und auch die Folgen des Zyklons „Gabrielle“ auf die Inflationsentwicklung, der Mitte Februar für starke Überschwemmungen und Zerstörungen auf der Nordinsel des Landes sorgte, ist noch nicht absehbar. Die Notenbanker führten in ihrem letzten Monetary Policy Statement an, dass der durch den Zyklon induzierte Angebotschock die Inflationsrate in den ersten beiden Quartalen um zusätzlich jeweils 0,3 Prozentpunkte befeuern könnte.

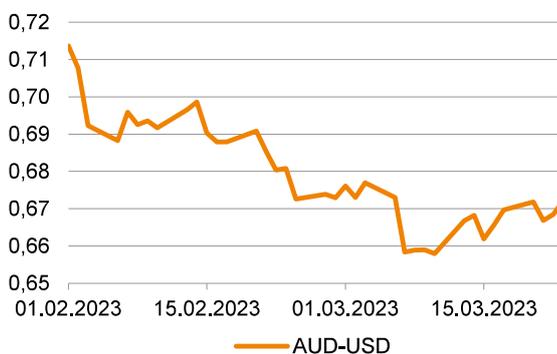
Dennoch führte die Abkühlung der Konjunktur zuletzt dazu, dass der vom Geldmarkt eingepreiste Leitzinserhöhungspfad nun etwas nach unten korrigiert wurde – die Terminal Rate beträgt mittlerweile 5,12% und liegt damit unterhalb der Projektion der RBNZ von 5,5%. Auch wir gehen „nur“ noch von zwei weiteren Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten bei den kommenden Sitzungen aus. Die Veröffentlichung der ersten Inflationsdaten des neuen Jahres zwischen der April- und der Mai-Sitzung der RBNZ dürfte dann für etwas Klarheit im Hinblick auf die Inflationsdynamik sorgen. In der Annahme, dass unsere Prognosen für die Leitzinspfade von RBNZ und Fed eintreffen, dürfte dies für den Kiwi-Dollar in den nächsten Monaten unterstützend wirken.

Geldmarkt korrigiert Leitzinspfad aufgrund Unsicherheiten im US-Bankensektor nach unten

Unerwartet starker Rückgang des BIP-Wachstums in Neuseeland

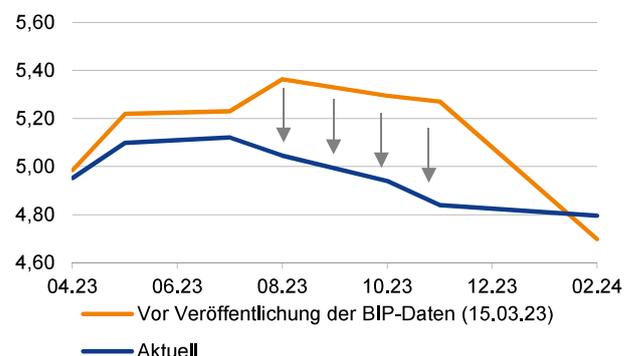
Geldmarkt und RBNZ-Projektionen gehen erstmals seit langem von verschiedenen Terminal Rates aus

AU: DER AUSTRALISCHE DOLLAR LEIDET UNTER DER ANGEKÜNDIGTEN RBA-ZINSPAUSE
USD JE AUD



Quelle: Bloomberg

NZ: SCHWÄCHELNDE KONJUNKTUR SORGT FÜR KORREKTUR DES LEITZINSERHÖHUNGSPFADES
IMPLIZITE ZINSERWARTUNGEN VIA OIS



Quelle: Bloomberg

Kanada: Bank of Canada im „Wait-and-see-Modus“

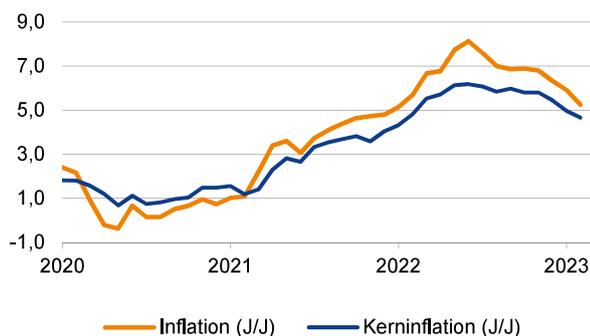
Als Reaktion auf die weit über dem Zielwert liegende Inflation hat die kanadische Zentralbank seit März 2022 in acht ununterbrochenen Schritten den Leitzins um 4,25 Prozentpunkte auf 4,5% angehoben. Auf ihrer Sitzung im Januar erklärten die Notenbank-Vertreter, dass sie davon ausgehen, den Leitzins auf dem derzeitigen Niveau zu halten, sofern die wirtschaftliche Entwicklung weitgehend im Einklang mit ihren Prognosen verläuft. Im März hat die Bank of Canada (BoC) eine erste Pause bei den regelmäßigen Straffungsschritten eingelegt. Man sei aber bereit den Leitzins weiter zu erhöhen, falls dies erforderlich ist, um die Inflation wieder auf das 2%-Ziel zurückzuführen.

Der Grund für die Entscheidung der BoC ist zunächst die wirtschaftliche Entwicklung abzuwarten, bevor sie weitere Änderungen an ihrer Zinspolitik vornimmt. Insgesamt entsprechen die jüngsten Daten weiterhin der Erwartung der Zentralbank, dass die Verbraucherpreisinflation Mitte des Jahres auf etwa 3% zurückgehen wird. Die im Jahresvergleich gemessene Kerninflation ist im Februar auf 4,7% gesunken. Zudem dürfte wohl noch ein Großteil der 2022/2023 durchgeführten geldpolitischen Straffungsmaßnahmen erst noch auf die Konjunktur durchschlagen, was die Wirtschaftstätigkeit im weiteren Verlauf des Jahres 2023 bremsen sollte.

Nach einer Straffung um 425 Basispunkte bleibt die Bank of Canada nun in Warteposition

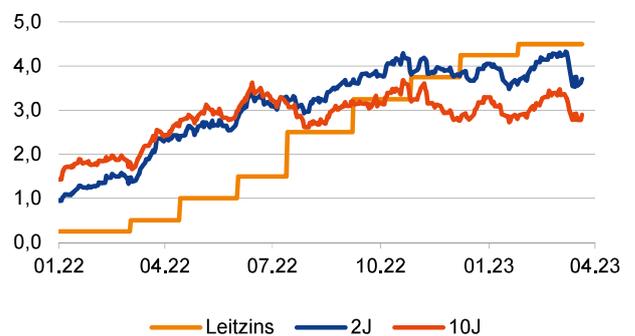
Die BoC möchte eine weiche Landung, bei der die Inflation weiter sinkt, ohne dass die Wirtschaft ins Stocken gerät

RÜCKLÄUFIGE INFLATIONSENTWICKLUNG
IN %



Quelle: Refinitiv

TROTZ LEITZINSANHEBUNG SINKEN DIE STAATSANLEIHENRENDITEN
IN %



Quelle: Refinitiv

Obwohl der Zinserhöhungszyklus der Bank of Canada nun auf Eis liegt, haben andere führende Zentralbanken angedeutet, dass ihrer Ansicht nach noch einiges im Kampf gegen die Inflation zu tun ist, so dass weiterhin mit Zinserhöhungen zu rechnen ist, nicht zuletzt seitens der Fed und der EZB. Die Zinsdifferenzen sind jedoch bei weitem nicht der einzige Faktor, der die Bewegungen am Devisenmarkt bestimmt. Da die Wirtschaftsaussichten für die Eurozone etwas rosiger erscheinen als noch vor drei Monaten und die EZB nach wie vor auf Straffungskurs ist, gehen wir auf Jahresfrist von einer moderaten Abwertung der kanadischen Währung auf 1,50 EUR-CAD aus.

Der kanadische Dollar ist gegenüber dem Euro in der Defensive

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764
Hartmut Preiß, Analyst, +49 (0)69 7447 6401

Skandinavien: Leitzinsen nahe an Höchstständen

Der konjunkturelle Abschwung hat begonnen, die schwedische Wirtschaft dürfte sich im laufenden Jahr mit -0,8% stärker abschwächen als bislang angenommen. Im Hinblick auf die internationalen Bankenprobleme sehen die Riksbank-Vertreter keine Gefahr für die schwedische Finanzstabilität, signalisieren aber Handlungsbereitschaft, sollte dies notwendig sein. Die Inflation ist problematisch hoch. Die Energiepreise sind zwar etwas schneller gesunken als erwartet, doch wird dies durch den anhaltenden Anstieg anderer Preise auf breiter Front vollständig kompensiert. Und ein Faktor für diese Entwicklung ist die schwache Krone. Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex ist im Februar um 9,4% im Jahresvergleich gestiegen (Vorwert 9,3%). Der Preisauftrieb bleibt damit weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Im weiteren Jahresverlauf sollte sich die Teuerung aber abschwächen. Im kommenden Jahr dürfte der CPIF-Index nach Einschätzung der Riksbank dem Zielwert der Notenbank sehr nahekommen.

Der hohen Inflation Rechnung tragend hat die schwedische Zentralbank die Geldpolitik weiter verschärft und den Leitzins Anfang Februar um 50 Basispunkte auf 3% angehoben. Zudem wurde beschlossen ab April Staatsanleihen zu verkaufen, um die Anlagebestände schneller abzubauen. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 300 Basispunkte im Jahr 2022 und Anfang 2023 dürfte die Riksbank bis zum Sommer zwei weitere Anhebungen vornehmen und danach eine Pause einlegen – die Risiken für den Leitzinspfad bleiben aber nach oben gerichtet.

Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich die Krone wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 12,0% (J/J) im weiteren Jahresverlauf auf 6,7% (J/J) abschwächen wird. Die Krone dürfte daher ihren Abwärtstrend beenden. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,00 SEK.

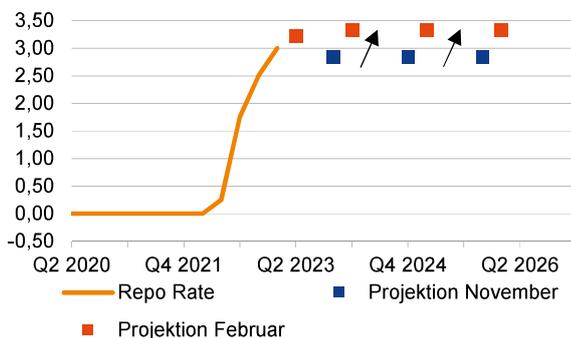
Konjunktur trübt sich deutlich ein

Inflation weit über dem Zielwert

Riksbank dürfte den Leitzins noch um weitere 75 Basispunkte anheben

Krone sollte ihren Abwärtstrend beenden und auf Zwölfmonatssicht auf Niveaus von 11,00 EUR-SEK zurückkehren

SCHWEDEN: LEITZINSPROJEKTIONEN ERNEUT ANGEHOSEN
IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

NORWEGEN: HÖHERE ROHÖLPREISE SOLLTEN DIE KRONE STÜTZEN
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Die norwegische Krone leidet derzeit unter einer Reihe von Belastungsfaktoren: stark rückläufige Rohölpreisnotierungen, einer Wachstumsabschwächung bei hoher Inflation und einer Risikoaversion, die vor allem bei kleineren Währungsräumen, die nicht als sichere Währungshäfen gelten, zu einem Abgabedruck geführt hat. Zudem haben sich die Spreads gegenüber Euribor und Bundesanleihen deutlich verengt und damit büßen norwegische Zinsprodukte an Attraktivität ein. Recht besorgt zeigt

Nachgebende Rohölpreise, eine hohe Inflation und Konjunktüreintrübung belasten die Krone

sich die Norges Bank über die schwache Krone. Die NOK notiert jetzt gut 7% schwächer als zu Jahresbeginn, seit August letzten Jahres schlagen sogar knapp 15% Abwertung zum Euro zu Buche und dies treibt die importierte Inflation in die Höhe, die in Norwegen ein Drittel der Kerninflation ausmacht.

Der deutliche Preisauftrieb und die Straffung der Geldpolitik dämpfen die Wachstumsdynamik bereits merklich. Die norwegische Wirtschaft bleibt in diesem Jahr wohl deutlich hinter den starken Wachstumsraten der Vorjahre zurück, dürfte aber mit einem Plus von 1,5% beim BIP eine Rezession vermeiden. Bei den Rohölpreisnotierungen, die derzeit bei rund 76 USD/Barrel liegen gehen wir bereits wieder auf Sicht vom sechs bis zwölf Monaten von Notierungen um 100 USD pro Barrel aus. Auch vor dem Hintergrund eines leergefegten Arbeitsmarktes, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,9%, erreichte Norwegens Inflation im Oktober mit 7,5% im Jahresvergleich einen neuen Rekord. Bis zum Februar verlangsamte sich der Preisauftrieb auf 6,3% (J/J). Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im Februar auf 5,9% im Jahresvergleich gesunken. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreisinflation im Laufe der Zeit“ bleibt aber vorerst noch außer Sichtweite. Beim Leitzinsentscheid im Januar wurde die Policy Rate zwar unverändert bei 2,75% belassen, am 23. März aber erneut um 25 Basispunkte angehoben. Der Leitzins sollte vorerst auf diesem Niveau verbleiben.

Die Krone sollte von künftig wieder höheren Rohölpreisen, der noch weiterhin restriktiven Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig weiter nachgebenden Inflationsraten profitieren können. Wir gehen auf Jahresfrist von einer Aufwertung zum Euro auf die Marke von 10,90 EUR-NOK aus.

Arbeitslosigkeit bleibt niedrig

Wir erwarten: anziehende Rohölpreise, eine weiterhin restriktive Geldpolitik sowie weiter nachgebende Inflationsraten

Auf Jahresfrist Notierungen um 10,90 EUR-NOK wahrscheinlich

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: In unruhigerem Fahrwasser

Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten haben auch die risikosensitiven CE3-Währungen nicht kalt gelassen und diese zeitweise verunsichert. Besonders betroffen war der Forint. Hier machte der massive Anstieg der globalen Risikoaversion deutlich, wie verwundbar die ungarische Landeswährung ungeachtet des sehr hohen Leitzinsniveaus nach wie vor ist. Erschwerend kamen marktseitige Spekulationen hinzu, wonach es Ungarn womöglich nicht gelingen könnte, die für die Auszahlung der noch ausstehenden Gelder aus dem EU-Coronafonds erforderlichen Reformschritte wie geplant bis Ende März umzusetzen. So hat die EU doch Finanzmittel in Höhe von mehr als 30 Mrd. USD eingefroren, um Budapest zu einem Kurswechsel u. a. bei der Überarbeitung des dortigen Justizsystems sowie dem harten Vorgehen gegen LGBTQ-Rechte zu zwingen.

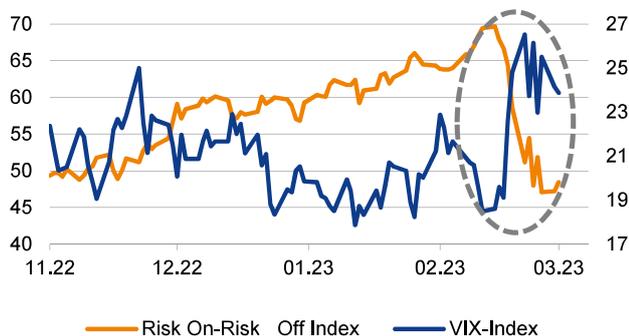
Wenngleich sich die jüngste Panik am Markt mittlerweile wieder gelegt hat, so ist die Vertrauenskrise im Bankensektor jedoch noch nicht vom Tisch. Vielmehr steht nach wie vor die Frage im Raum, wie die Geschichte weitergehen wird. Unserer Einschätzung zufolge ist mit keiner neuerlichen systemischen Bankenkrise zu rechnen. Allerdings dürfte die Stimmung in den nächsten Wochen noch angespannt und nervös bleiben, da zunächst noch geschaut werden wird, ob noch weitere (regionale US-) Banken betroffen sein könnten. Sowohl die Notenbanken als auch die Aufsichtsbehörden und Regierungen werden unter diesen Vorzeichen unseres Erachtens weiterhin alles daransetzen, um das Vertrauen im Bankensektor zurückzugewinnen bzw. aufrechtzuerhalten. Den CE3-Währungen sollten damit zunächst noch unruhige Wochen ins Haus stehen, in denen Sichere Häfen immer mal wieder verstärkt gefragt sein dürften. Temporäre Rücksetzer sind somit einzukalkulieren, rechnen wir doch in diesem Umfeld damit, dass sich Phasen des „Risk On“ mit denen des „Risk Off“ abwechseln werden.

Ungewissheit um Auszahlung von EU-Geldern setzt dem Forint zu einem ungünstigen Zeitpunkt erneut zu

Vertrauenskrise im Bankensektor dürfte noch für unruhige Momente sorgen

BANKENTURBULENZEN HABEN FÜR SPÜRBARE VERUNSICHERUNG GESORGT

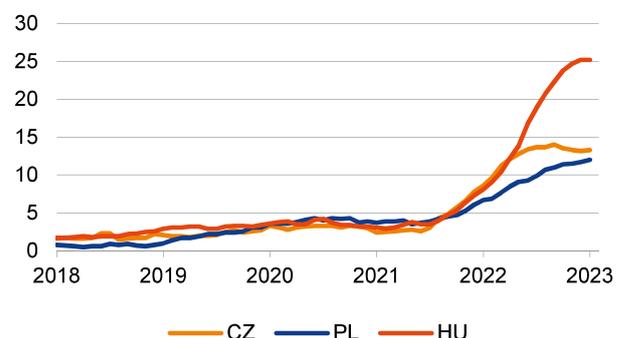
LS: RONROFF-INDEX, RS: VIX-INDEX, BEIDE IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

KERNINFLATION HÄLT SICH HARTNÄCKIG

NATIONALE KERNINFLATIONS-RATEN, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Was die dortigen Notenbanken betrifft, so wären diese gut beraten, im aktuellen Risikoumfeld keine Leitzinssenkungserwartungen aufkommen zu lassen, würden diese bei den CE3-Währungen doch zusätzlich für Verunsicherung sorgen. Aber auch die sich hartnäckig haltende (Kern-) Inflation macht deutlich, dass die Währungshüter

CE3-Notenbanken wären gut beraten, keine Leitzinssenkungserwartungen aufkommen zu lassen

der CE3-Staaten derzeit ungeachtet der konjunkturellen Schwächephase nach wie vor über (noch) keinen Leitzinssenkungsspielraum verfügen.

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

Türkei & Südafrika: Beide EM-Währungen in der Defensive

Nachdem sich bereits in den vergangenen Wochen abgezeichnet hatte, dass Staatspräsident Erdogan die türkischen Präsidentschafts- und Parlamentswahlen um rund vier Wochen auf den 14. Mai vorziehen möchte, ist es nun offiziell. Das Oppositionsbündnis „Allianz der Nation“ hat sich hierbei auf den Vorsitzenden der größten Oppositionspartei, der Republikanischen Volkspartei (CHP), Kilicdaroglu als Herausforderer von Staatspräsident Erdogan bei der Präsidentschaftswahl geeinigt.

Aktuellen Umfragen zufolge konnte das Oppositionsbündnis seit den verheerenden Erdbeben Anfang Februar sowie der damit einhergehenden massiven Kritik an dem Krisenmanagement der Regierung Erdogan an Wählerstimmen gewinnen, so dass die Parlamentswahl weiterhin ein durchaus enges Rennen werden dürfte. Was den Ausgang der Präsidentschaftswahl betrifft, sehen aktuelle Umfragen sogar den Herausforderer Kilicdaroglu vorne. Die Frage nach der Validität dieser Umfragen sollte hierbei jedoch stets im Hinterkopf behalten werden.

Die türkische Lira zeigt sich indes auf breiter Front erneut verunsichert. Dies ist zum einen der im Zuge der Vertrauenskrise im Bankensektor weltweit massiv gestiegenen Risikoaversion geschuldet. Zum anderen nimmt aber auch die Nervosität der Marktteilnehmer im Vorfeld der türkischen Wahlen spürbar zu. Deutlich macht dies z.B. der Blick auf die Differenz der impliziten Ein- und Dreimonatsvolatilität von USD-TRY, welche sich zuletzt auf einen Rekordwert von etwas mehr als -20 Punkten ausgeweitet hat.

Nach ihren (geld-) politischen Erfahrungen der vergangenen Jahre dürfte die türkische Lira im Falle eines deutlichen Wahlsiegs des Oppositionsbündnisses erst einmal durchatmen, ginge doch damit die marktseitige Hoffnung auf eine längerfristig weniger politisch motivierte Geldpolitik sowie einer Lösung der Wirtschaftskrise einher. Ein Risikofaktor für die Lira stellt hierbei jedoch auf kurze Sicht ein nicht reibungslos verlaufender Amtsübergabeprozess dar. Aber auch die Ungewissheit darüber, ob es den Oppositionsparteien, die der unterschiedlichsten politischen Couleur zuzuordnen sind, gelingen wird, sich auf eine gemeinsame politische Linie zu einigen, könnte zunächst für Unsicherheit sorgen. Sollte sich hingegen an den bestehenden Machtverhältnissen nichts Nennenswertes ändern und Staatspräsident Erdogan und seine AKP weiterhin die politischen Zügel in der Hand halten, so dürfte zwar für die Lira zunächst das Thema politische Unsicherheit vom Tisch sein, weiß sie doch in diesem Fall, auf was sie sich einzustellen hat. Dies bedeutet aber auch, dass sie ihre alten Probleme, und hierbei besonders die geldpolitische Bürde, weiter mit sich herumtragen wird. Unserer Ansicht nach dürften dann längerfristig weiter die TRY-Abwärtsrisiken überwiegen.

Nun ist es offiziell: Am 14. Mai wird in der Türkei gewählt

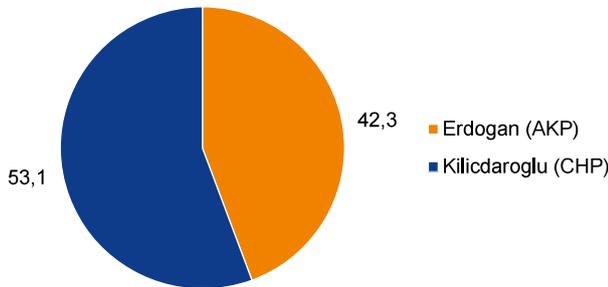
Umfragen sehen den oppositionellen Herausforderer von Staatsoberhaupt Erdogan bei der Präsidentschaftswahl vorne

Nervosität im Vorfeld der türkischen Wahlen nimmt zu

Unabhängig vom Ausgang der Wahlen dürfte die politische Gangart der Regierung in Ankara die Lira weiter beeinflussen

TÜRKEI: BEI PRÄSIDENTSCHAFTSWAHL SCHEINT MACHTWECHSEL MÖGLICH

ALLE WERTE IN %



Quelle: Wikipedia.org, Umfrage von ORC vom 11.-15. März 2023, (https://en.wikipedia.org/wiki/Opinion_polling_for_the_2023_Turkish_presidential_election)

USD-ZAR UND GOLD: INVERSE VERBINDUNG AUFGEBOCHEN

LS: ZAR JE USD (INVERTIERT); RS: GOLD USD JE UNZE



Quelle: Bloomberg

Stärkere Zinserhöhungen der US-Notenbank, genauer die Erwartungsbildung in diese Richtung, sind üblicherweise mit einem festeren Dollar verbunden. Emerging Market Währungen reagieren dann meist sogar noch etwas stärker als Währungen aus den Industrieländern. Der Rand ist allerdings sogar doppelt belastet. Eine strafere Geldpolitik in den USA lässt perspektivisch auch größere Erfolge bei der Inflationsbekämpfung vermuten, was dem Gold als klassischen Inflationsschutz normalerweise nicht gut bekommt. Die Entwicklung des Rand wiederum wird aufgrund der Bedeutung der Goldförderung für Südafrika maßgeblich auch vom Goldpreis bestimmt. Daher verwundert es wenig, dass die Goldpreisentwicklung und der Rand über weite Strecken positiv verbunden sind. Angesichts der jüngsten Finanzmarkt-turbulenzen infolge der Vertrauenskrise im Bankensektor ist diese Verbindung nun jedoch aufgebrochen und sie marschieren (vorübergehend) in unterschiedliche Richtungen.

Auch wenn perspektivisch die Edelmetallpreise erneut die Richtung der südafrikanischen Landeswährung (mit-) bestimmen dürften, so sind für den grundsätzlichen Trend auch noch andere Faktoren relevant. Binnenwirtschaftlich sieht es dabei wenig erfreulich aus. Die südafrikanische Wirtschaftsleistung war bereits im Schlussquartal 2022 überraschend deutlich um 1,3% (Q/Q) geschrumpft und es gibt wenig Hinweise, dass es im ersten Quartal zu einer deutlichen Gegenbewegung gekommen ist. Ganz im Gegenteil, der entscheidende Belastungsfaktor, die wiederholten Stromabschaltungen, hat sich in den ersten Monaten des Jahres noch verschärft. Dem Rand kann dies nicht egal sein. Auf Jahressicht rücken zudem die Parlamentswahlen in den Fokus, bei denen dem seit 1994 regierenden ANC ein Verlust der Mehrheit droht. Damit würde auch die politische Stabilität im Lande auf den Prüfstand gestellt und der Rand könnte einen weiteren Schwächeanfall erleiden.

Gold in Krisenzeiten gefragt; Rand als risikosensitive EM-Währung hingegen unter Abgabedruck

Binnenwirtschaftlich bestehen viele Risiken

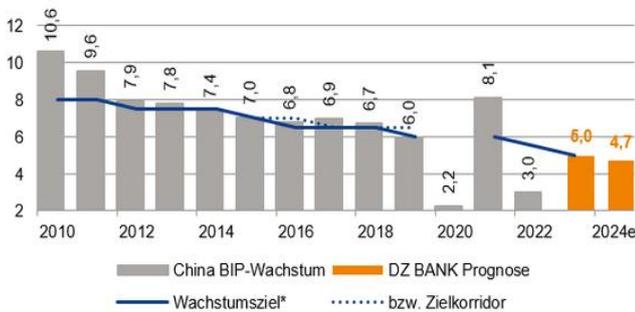
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Fels in der Brandung oder hausgemachte Bankenkrise?

Während weltweit die Implikationen des Banken-Bebens diskutiert werden, wirkt Chinas Finanzsystem auf den ersten Blick wie eine Insel der Glückseligkeit. Direkte Verflechtungen mit ausländischen Banken sind verschwindend gering; auch die Auslandsverschuldung ist (im Verhältnis zum BIP) niedrig, so dass sich eine unmittelbare Ansteckungsgefahr nicht aufdrängt. Doch Chinas Bankensektor hat reichlich hausgemachte Probleme. Dabei geht es weniger um Marktrisiken (die inländischen Zinsen sind entgegen dem globalen Trend kaum gestiegen), dafür ist es um das Kreditrisiko um so heikler bestellt. Am offensichtlichsten ist die Belastung durch den fragilen Immobiliensektor, der Wachstumseinbruch des letzten Jahres hat aber auch zur Verschlechterung der Kreditqualität in anderen Sektoren geführt. Offiziell beträgt die Quote der notleidenden Kredite zwar lediglich 2%, die Belastbarkeit dieser Zahl muss angesichts der ungewöhnlich vielen Defaults bei Unternehmensanleihen und besagter Konjunkturschwäche aber angezweifelt werden. Solange Peking bereit ist, über diese Schieflage den Mantel des politischen Schweigens zu legen, bleibt das Risiko einer breiten Bankenkrise gering. Die Tatsache, dass man in den letzten Jahren Zahlungsausfälle bei Corporate Bonds zugelassen hat, ist aber ein wichtiges Indiz, dass die Regierung nicht mehr bereit ist, ein 100%iges Sicherheitsnetz zu bieten. Besonders die kleinen, ländlichen Banken in China müssen wir im Auge behalten, das gilt aber völlig unabhängig der Entwicklungen, die derzeit den westlichen Bankensektor umtreiben.

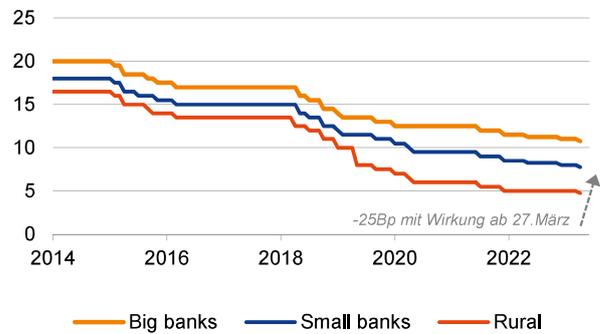
Chinas Banken: kein Marktrisiko wegen gestiegener Zinsen, aber hausgemachtes Kreditrisiko

PEKING SETZT SICH NUR VORSICHTIGES WACHSTUMSZIEL
BIP-WACHSTUM UND OFFIZIELLES WACHSTUMSZIEL (J/J) IN %



Quelle: Refinitiv, NBS, DZ BANK Research

LOCKERUNG DER GELDPOLITIK KOMMT ÜBERRASCHEND FRÜH
MINDESTRESERVESÄTZE, IN %



Quelle: Refinitiv

Für den mittelfristigen Wachstumsausblick nicht minder wichtig war der Nationale Volkskongress Anfang März mit der Festlegung des jährlichen Wachstumsziels. Hierbei handelt es sich nicht um eine Prognose, sondern eher um ein Versprechen. Mit staatlichen Stützungsmaßnahmen wird regelmäßig dafür gesorgt, dass das Planziel auch erreicht wird; eine unrühmliche Ausnahme gab es lediglich im letzten Jahr durch die Folgen der Null-Covid-Politik. Das für 2023 ausgerufenen Wachstum von 5,0% (J/J) kommt einem sehr defensiven Ansatz gleich, offenbar will Peking auf Nummer Sicher gehen. Statt zu euphorisch auf die marktseitige Öffnungs-Fantasie zu setzen, behält man die weiter schwelenden Risiken im Auge (Immobiliemarkt, Weltwirtschaft, US-Technologiestreit). Auch die überraschende Senkung der Mindestreservesätze muss im Kontext einer konjunkturellen Absicherung gesehen werden. Erforderlich wäre eine Lockerung des monetären Umfelds gegenwärtig sicher nicht gewesen. Unterdessen deuten Chinas Konjunkturindikatoren der letzten Wochen auf eine unerwartet frühe Erholung hin. Wir haben daher unsere BIP-

Neues Wachstumsziel eher defensiv

Schätzung erneut angehoben und veranschlagen jetzt 5,5% statt 5,0% (je J/J) für 2023. Im kommenden Jahr lässt dafür die Dynamik bereits früher wieder nach, und das Wachstum dürfte nur noch 4,5% betragen (Prognose vom Februar: 4,7%, je J/J). Die offiziellen BIP-Daten für das erste Quartal stehen am 18. April an und sollten ein wichtiger Meilenstein für die jüngste Yuan-Euphorie sein. Unterdessen hängt das Schicksal von USD-CNY derzeit klar an der USD-Seite der Wechselkursmedaille.

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

Brasilien & Mexiko: Hohe Zinsen bleiben eine Stütze

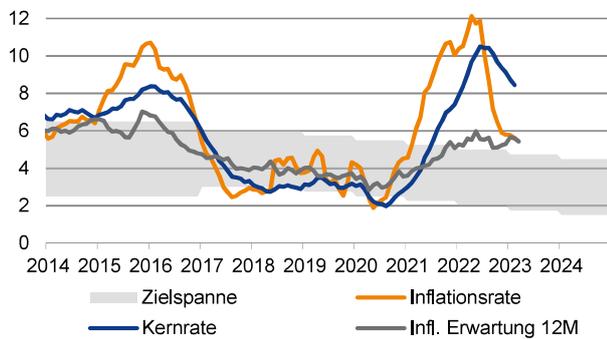
Die beiden größten Volkswirtschaften Lateinamerikas werden an den Finanzmärkten derzeit unterschiedlich eingeschätzt. Während in Brasilien eine trübe Nachricht nach der anderen die Schlagzeilen bestimmt, wird Mexiko deutlich rosiger gesehen. Offensichtlich wird dies zunächst bei den jüngsten Wachstumszahlen. Brasilien musste im Schlussquartal 2022 eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung um 0,2% (Q/Q) konstatieren, während Mexiko ein Plus um 0,5% (Q/Q) schaffte, was allerdings auch kein sehr dynamisches Wachstum bedeutete. Ganz so unterschiedlich verläuft die Wachstumsdynamik aber ohnehin nicht, ist doch auch in Mexiko das Zinsniveau auf einem klar bremsenden Niveau angelangt, so dass in beiden Wirtschaftsräumen in diesem Jahr eher magere Wachstumszahlen zu erwarten sind.

In Brasilien fällt der neuen Regierung die massive Unterstützungspolitik der Vorgängerregierung auf die Füße, die den fiskalpolitischen Spielraum massiv einengt. Die Absicht der Regierung, die harten Vorgaben der gesetzlichen Ausgabenbeschränkung aufzuweichen, findet an den Finanzmärkten keine Gegenliebe. Nach den Wahlen vom Oktober vergangenen Jahres ist das Parlament aber politisch eher nach rechts gerückt, was die Kompromissfindung erschwert. Für die einfache Gesetzgebung hat die Regierung jedoch bereits gezeigt, dass sie die Parteien der Mitte (Centrão) einbinden kann. Ob dies auch bei der Gesetzgebung zur Ausgabenbeschränkung gelingt, für die eine Dreifünftel-Mehrheit erforderlich ist, bleibt abzuwarten. Ministerpräsident Lula hat indes angekündigt, die neuen Haushaltsregeln erst nach seiner Rückkehr aus China Ende des Monats vorstellen zu wollen. Und Finanzminister Haddad machte deutlich, dass die Deadline hierfür der 15. April ist. Eine solide Haushaltspolitik wurde von der Notenbank als ein Faktor ausgemacht, der es ihr erleichtern würde, die Zinsen zu senken, wie umgekehrt eine exzessive Ausgabenpolitik Lockerungen erschweren würde. Trotz einiger Bedenken aus dem linken Lager hat sich die Regierung daher dazu durchgerungen, die Mitte letzten Jahres ausgesetzten Steuern auf Kraftstoffe schrittweise ab März wieder einzuführen. Zwar wurde das halbstaatliche Ölunternehmen Petrobras dazu gedrängt, seine Absatzpreise zu senken, gleichwohl dürfte die Inflationsrate damit zumindest zeitweise wieder etwas anziehen.

Die großen Lateinamerikaner backen kleine Konjunkturbrötchen

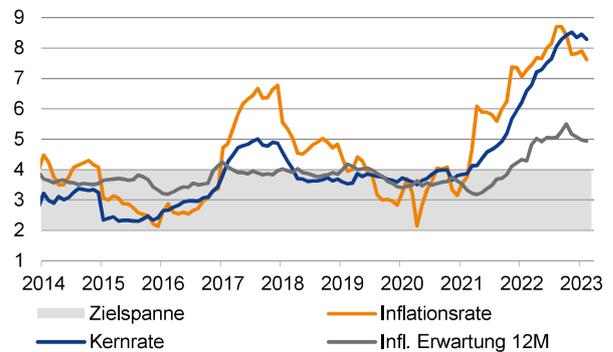
Fiskalpolitik in Brasilien im Brennpunkt; Vorstellung der neuen Haushaltsregeln lässt auf sich warten

WEITERER INFLATIONSRÜCKGANG IN BRASILIEN WIRD ZÄHER J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

NOCH IMMER ZU HOHER PREISAUFTRIEB IN MEXIKO J/J IN %; KERNRATE: OHNE ENERGIE, FRISCHE NAHRUNGSMITTEL



Quelle: Bloomberg; Banco de México

Der Mexikanische Peso hat sich von den jüngsten Finanzmarkturbulenzen und dem damit einhergegangenen Anstieg der globalen Risikoaversion nicht übermäßig verunsichern lassen. Anfang des Monats musste zudem erstmals seit 2018 zeitweise für einen Dollar weniger als 18 MXN gezahlt werden. Rückenwind erfuhr der Peso hierbei durch die Bekanntgabe einer größeren Investition des Autoherstellers Tesla, der in Mexiko ein neues Werk errichten will und dies mit dem gewohnten medialen Echo verkündete. Aber auch andere Autohersteller hatten in den letzten Monaten neue Investitionen in Mexiko angedeutet. Damit gibt es zumindest anekdotische Hinweise, dass an dem Thema „Nearshoring“ für Mexiko etwas dran ist. Das Land präsentiert sich als verlässliche Alternative zu Produktionsstandorten in Asien, die in den letzten Jahren durch Unterbrechungen der Lieferketten in Misskredit geraten waren. In den tatsächlichen Außenwirtschaftszahlen ist diese Entwicklung allerdings erst ansatzweise erkennbar, liegen diese Daten doch üblicherweise mit deutlichen Verzögerungen vor und es vergeht ein längerer Zeitraum von der Ankündigung einer Investition bis zum tatsächlichen Errichten neuer Produktionsstätten. Ganz so investorenfreundlich ist die Regierung allerdings auch wieder nicht, wie einige Unternehmen aus dem Energiesektor erfahren müssen, die sich mit den staatlichen Ex-Monopolisten anlegen wollten. Für eine allgemeine Euphorie besteht daher kein Anlass.

Peso schlägt sich auch im aktuellen Umfeld wacker

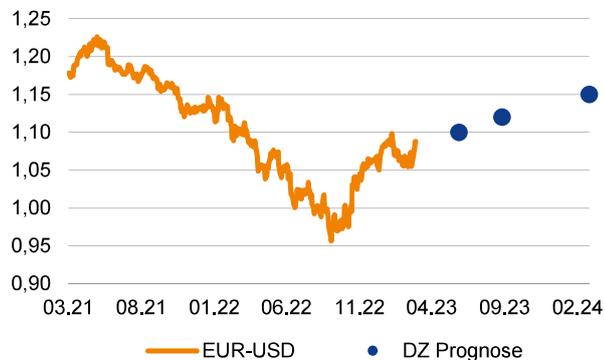
Die Banco de México hatte sich im Februar mit ihrer Zinserhöhung um 50 Bp von den Vorgaben der Fed gelöst. Bei ihrer anstehenden Sitzung dürfte sie zu einem kleineren Zinsschritt um 25 Bp greifen und zudem noch die Möglichkeit eines weiteren Schritts andeuten. Dies sollte dann aber die letzte Straffung gewesen sein. Die Inflationzahlen für den Februar machten Hoffnung, dass es tatsächlich zu dem prognostizierten Inflationsrückgang in diesem Jahr kommt. Auf Jahressicht sind dann auch wieder geldpolitische Lockerungen möglich. Der Leitzinsvorsprung gegenüber den USA sollte dabei perspektivisch wieder etwas abschmelzen.

Banco de México emanzipiert sich von der Fed

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

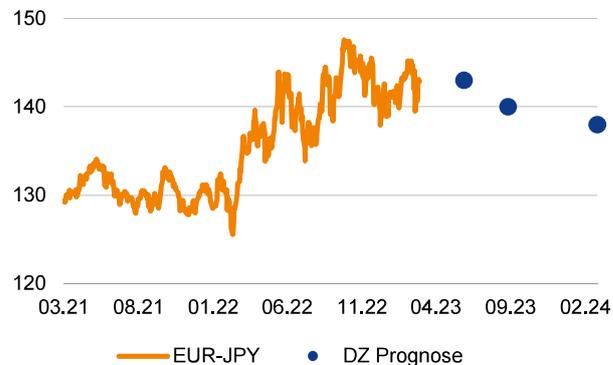
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



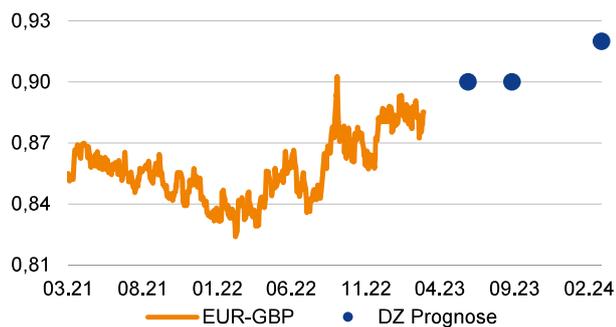
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



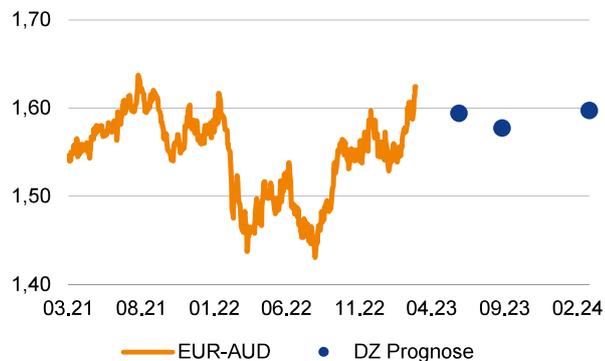
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



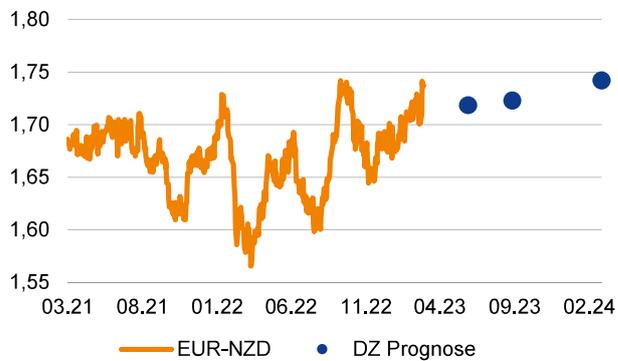
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



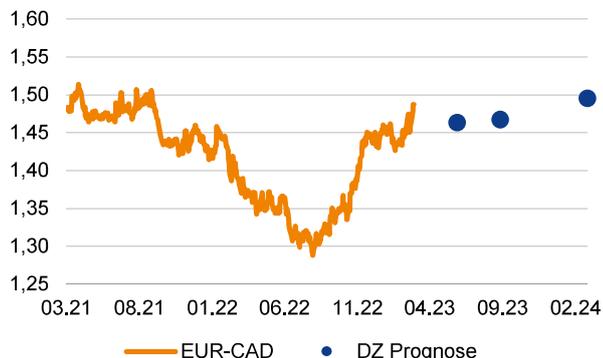
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



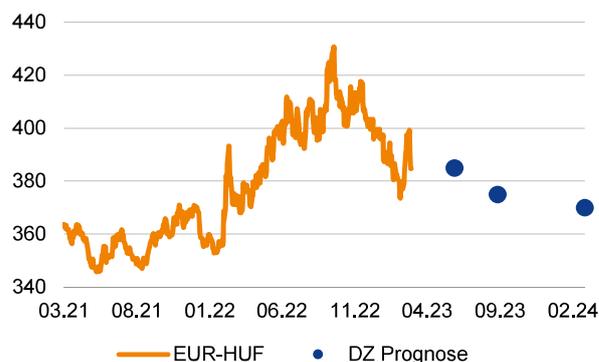
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



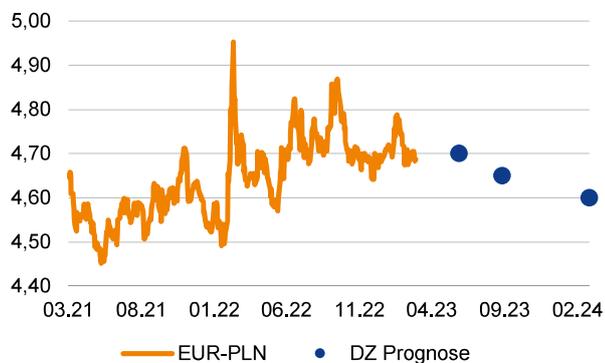
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



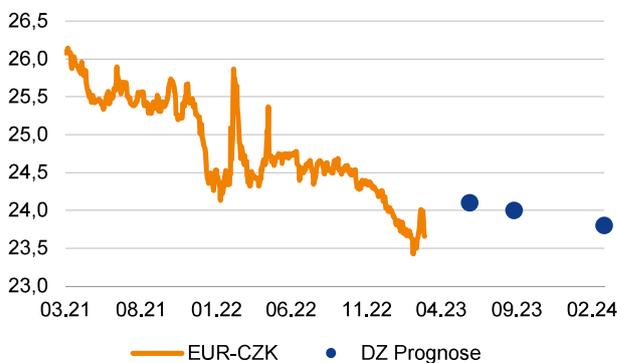
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

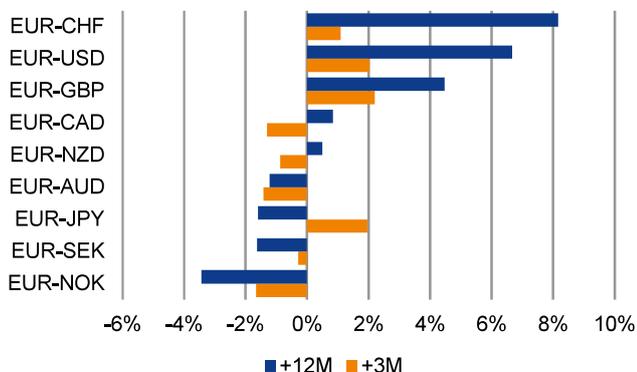
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

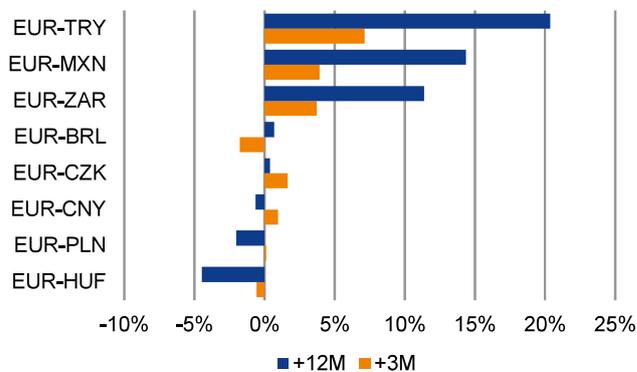
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0832	1.10	1.12	1.15
EUR/GBP	0.8816	0.90	0.90	0.92
EUR/JPY	141.75	143	140	138
EUR/CHF	0.9928	1.00	1.05	1.07
EUR/AUD	1.6205	1.59	1.58	1.60
EUR/NZD	1.7331	1.72	1.72	1.74
EUR/CAD	1.4855	1.46	1.47	1.50
EUR/NOK	11.27	11.10	11.00	10.90
EUR/SEK	11.19	11.2	11.1	11.0
EUR/PLN	4.6827	4.70	4.65	4.60
EUR/CZK	23.63	24.1	24.0	23.8
EUR/HUF	383.3	385	375	370
EUR/TRY	20.62	22.0	23.0	24.7
EUR/ZAR	19.61	20.4	21.1	21.9
EUR/CNY	7.4358	7.48	7.39	7.36
EUR/BRL	5.7397	5.61	5.60	5.75
EUR/MXN	20.11	20.9	21.8	23.0

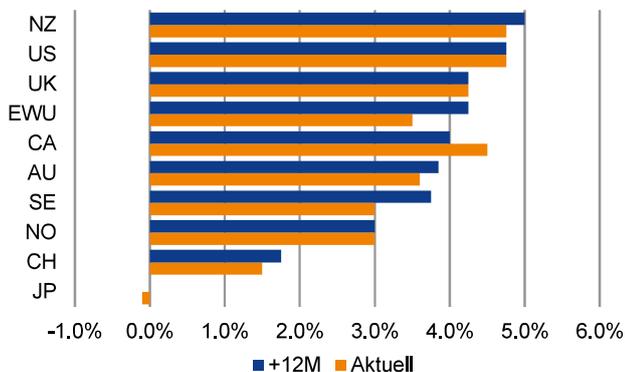
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.0832	1.10	1.12	1.15
GBP/USD	1.2287	1.22	1.24	1.25
USD/JPY	130.86	130	125	120
USD/CHF	0.9165	0.91	0.94	0.93
AUD/USD	0.6685	0.69	0.71	0.72
NZD/USD	0.6250	0.64	0.65	0.66
USD/CAD	1.3714	1.33	1.31	1.30
USD/NOK	10.40	10.09	9.82	9.48
USD/SEK	10.33	10.1	9.9	9.6
USD/PLN	4.3230	4.27	4.15	4.00
USD/CZK	21.81	21.9	21.4	20.7
USD/HUF	353.9	350	335	322
USD/TRY	19.03	20.0	20.5	21.5
USD/ZAR	18.10	18.5	18.8	19.0
USD/CNY	6.8647	6.80	6.60	6.40
USD/BRL	5.2988	5.10	5.00	5.00
USD/MXN	18.57	19.0	19.5	20.0

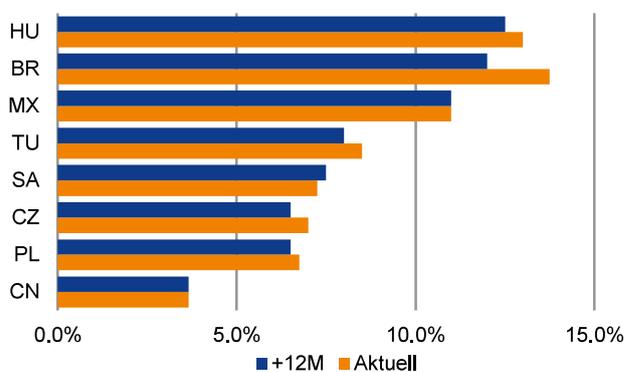
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	0,2	1,5	0,8	0,0	0,0	0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,2	3,0	8,4	6,8	5,4	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,6	-2,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,0	1,7	2,1				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,2	2,0	1,2	0,8	-0,6	-0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,8	3,0	6,0	5,0	4,0	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,8	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,0	-2,9				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,9	1,3	1,5	0,6	1,2	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,1	1	3,0	2,4	1,8	1,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,1	-5,9	-3,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	1,9	1,9				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,0	-0,5	1,1	-0,3	-0,8	-0,5	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	6,6	2,6	9,8	6,9	6,2	4,0
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.)	2,1	0,0	1,9	0,0	-0,3	-0,1	0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	2,5	1,4	3,2	2,3	2,0	2,5
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.)	3,6	1,8	2,0	2,4	1,9	1,6	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	6,6	5,9	3,2	7,0	6,5	5,6	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,7	-0,5	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,9	0,2	-1,4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,6	1,5	2,0	2,5	2,0	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.)	3,4	-1,0	2,1	0,5	-1,0	-1,9	-1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	6,8	3,8	3,0	5,0	3,1	3,3	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,9	-3,7	-3,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-1,8	-1,4				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	-0,8	2,3	-0,3	-1,2	-1,5	-0,2
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,7	1,6	11,5	8,2	5,2	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,4	-1,8	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,1	2,8	3,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	1,5	1,5	2,7	1,8	0,8	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	5,8	4,2	1,3	6,3	4,7	3,3	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	27,0	16,0	6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	29,6	20,8	19,2				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,8	-0,4	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	14,6	18,5	6,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,0	-4,3	-4,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-7,7	-6,1	-3,1
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,8	0,2	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	13,6	6,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-5,0	-3,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,6	-3,4	-2,1
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	-0,7	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	6,2	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,3	-2,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,7	-5,9	-1,7
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,6	1,5	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	72,3	43,0	26,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-5,0	-2,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,5	-3,2	-2,8
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,0	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	6,0	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,2	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,5	0,5	0,7
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	5,5	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	2,1	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-9,4	-7,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	0,9	1,4
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,9	0,9	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	5,1	4,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,6	-9,0	-7,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-2,4	-3,0
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,1	0,8	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,6	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-3,1	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-1,1	-0,7

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 Physische Zutrittsperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert in-

vestors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine

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

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

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

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

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Vertrieb Eigengeschäft	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Digitalisierung / Handel	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	André Bienek
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1-47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de